

Projekt ocenění společnosti XY, s. r. o. s využitím výnosových metod oceňování

Bc. Lucie Blahová

Diplomová práce
2012

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Lucie BLAHOVÁ**
Osobní číslo: **M10413**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt ocenění společnosti XY, s. r. o. s využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši týkající se metod a postupů využívaných pro stanovování hodnoty podniku se zaměřením na výnosové metody.

II. Praktická část

- Provedte analýzu vývoje vnějších a vnitřních podmínek pro hospodaření společnosti XY, s. r. o.
- Na základě provedené analýzy a stanovení prognózy dalšího vývoje trhu zpracujte finanční plán společnosti XY, s. r. o.
- Vypracujte projekt ocenění dané společnosti s využitím vybraných výnosových metod oceňování.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přepr. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-247-2865-0.
MAREK, Petr et al. Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-37-8.
MAŘÍK, Miloš et al. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **26. března 2012**
Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2012**

Ve Zlíně dne 26. března 2012


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo –diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a použité informační zdroje jsem citovala;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně dne 30. dubna 2012

Lucie Blahová

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti XY, s. r. o. s využitím výnosových metod oceňování. Teoretická část této práce představuje základní východiska pro oceňování podniku, podrobně popisuje postup při oceňování a zejména pak jednotlivé metody oceňování založené na analýze výnosů. Obsahem navazující praktické části je strategická a finanční analýza společnosti, které jsou východisky pro sestavení finančního plánu a z něj potom vychází samotné stanovení hodnoty společnosti XY, s. r. o.

Klíčová slova: oceňování společnosti, hodnota společnosti, výnosové metody oceňování, diskontní míra, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán.

ABSTRACT

The aim of this Master thesis is to determine the value of company XY, Ltd. with the aid of income valuation methods. The first (theoretical) part presents essential basis for valuation, describes in detail the process of valuation and in particular various income valuation methods. The following (practical) part includes strategic and financial analysis of the company that is used in drawing up the financial plan which provides necessary data for determining the value of company XY, Ltd.

Keywords: company valuation, value of company, income valuation methods, discount rate, strategic analysis, financial analysis, value drivers, financial plan.

Na tomto místě bych velmi ráda poděkovala Ing. Přemyslu Pálkovi, Ph. D. za jeho vstřícný přístup a cenné rady při zpracovávání mé diplomové práce. Stejně tak patří můj velký dík i Ing. Veronice Strýčkové za poskytnutí potřebných podkladů a cenných informací.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD.....	11
I TEORETICKÁ ČÁST.....	12
1 ZÁKLADNÍ VÝCHODISKA PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	13
1.1 HODNOTA PODNIKU.....	14
1.2 KATEGORIE HODNOTY.....	15
1.2.1 Tržní hodnota.....	15
1.2.2 Cena obvyklá.....	16
1.2.3 Subjektivní (investiční) hodnota.....	16
1.2.4 Objektivizovaná hodnota.....	17
1.2.5 Funkce oceňování podle Kolínské školy.....	17
1.3 PRÁVNÍ ÚPRAVA OCEŇOVÁNÍ PODNIKŮ.....	17
1.4 DŮVODY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKŮ.....	18
1.5 PŘEHLED ZÁKLADNÍCH METOD PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	18
2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	20
2.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	20
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	21
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA.....	22
2.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	23
2.5 ANALÝZA GENERÁTORŮ HODNOTY.....	24
2.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....	25
3 FAKTOR ČASU A RIZIKA A DISKONTNÍ MÍRA V PROBLEMATICE OCEŇOVÁNÍ.....	27
3.1 FAKTOR ČASU.....	27
3.2 FAKTOR RIZIKA.....	27
3.3 DISKONTNÍ MÍRA.....	28
3.3.1 Kategorie hodnoty a diskontní míra.....	29
3.3.2 Metoda průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).....	29
3.3.3 Stanovení nákladů na cizí kapitál.....	30
3.3.4 Stanovení nákladů na vlastní kapitál - CAPM.....	31
3.3.5 Stanovení nákladů na vlastní kapitál - Stavebnicový model.....	32
4 METODY OCEŇOVÁNÍ ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSŮ.....	33
4.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ (DCF).....	33
4.1.1 Investovaný kapitál.....	34
4.1.2 Volné peněžní toky.....	34
4.1.3 Peněžní toky pro metodu DCF entity.....	34
4.1.4 Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF.....	35
4.1.5 Investice pro výpočet FCFF.....	35
4.1.6 Dvoufázová metoda výpočtu hodnoty podniku.....	35
4.1.7 Třífázová metoda výpočtu hodnoty podniku.....	36
4.1.8 Peněžní toky pro metodu DCF equity.....	37
4.1.9 Odhad tempa růstu g	37

4.2	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	38
4.3	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	39
II PRAKTICKÁ ČÁST		41
5	ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.....	42
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	43
6.1	MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ	43
6.1.1	Ekonomický výkon	44
6.1.2	Měnová politika a úrokové sazby	44
6.1.3	Míra inflace	44
6.1.4	Směnné kurzy.....	45
6.1.5	Míra nezaměstnanosti.....	45
6.1.6	Vztahy k zahraničí.....	45
6.2	VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU	46
6.2.1	Stručná charakteristika odvětví	46
6.2.2	Kvalitativní vymezení relevantního trhu.....	47
6.2.3	Atraktivita relevantního trhu	50
6.2.4	Příležitosti a hrozby společnosti XY, s. r. o. v rámci vymezeného trhu	51
6.2.5	Kvantitativní vymezení relevantního trhu.....	52
6.3	PROGNÓZA VÝVOJE RELEVANTNÍHO TRHU	52
6.4	ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU A KONKURENČNÍ SÍLY SPOLEČNOSTI	53
6.4.1	Stanovení tržního podílu společnosti	53
6.4.2	Identifikace konkurentů společnosti	54
6.4.3	Zhodnocení konkurenční síly společnosti.....	55
6.5	ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ PERSPEKTIVNOSTI SPOLEČNOSTI A PROGNÓZA TRŽEB.....	57
6.5.1	Prognóza tržeb společnosti.....	57
6.6	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ STRATEGICKÉ ANALÝZY	59
7	FINANČNÍ ANALÝZA	60
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	60
7.1.1	Analýza majetkové a finanční struktury společnosti	60
7.1.2	Analýza výnosů a nákladů	63
7.1.3	Analýza vývoje výsledku hospodaření.....	64
7.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	65
7.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	65
7.3.1	Analýza likvidity	66
7.3.2	Analýza aktivity	67
7.3.3	Analýza zadluženosti	68
7.3.4	Analýza rentability	69
7.3.5	Další ukazatele a souhrnné ukazatele.....	70
7.4	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ FINANČNÍ ANALÝZY	71
8	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY A SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	73

8.1	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	73
8.2	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	74
8.3	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	77
8.3.1	Plánovaný výkaz zisků a ztrát	78
8.3.2	Plánovaný výkaz peněžních toků	79
8.3.3	Plánovaná rozvaha	81
8.3.4	Finanční analýza plánu a jeho zhodnocení.....	83
9	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ.....	84
9.1	VYMEZENÍ KATEGORIE HODNOTY, DATA A ÚČELU OCENĚNÍ.....	84
9.2	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	84
9.2.1	Stanovení nákladů na vlastní kapitál.....	84
9.2.2	Stanovení nákladů na cizí kapitál.....	86
9.2.3	Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)	86
9.3	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI METODOU DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ	87
9.4	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI METODOU ZALOŽENOU NA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTĚ.....	91
9.5	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	93
9.6	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ POUŽITÝCH METOD OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI	95
9.6.1	Analýza citlivosti	97
	ZÁVĚR	98
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A OSTATNÍCH ZDROJŮ	99
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	103
	SEZNAM OBRÁZKŮ	105
	SEZNAM TABULEK.....	106
	SEZNAM PŘÍLOH.....	108

ÚVOD

Teorie oceňování podniků patří v současnosti k významným ekonomickým disciplínám. V praxi je možné se setkat s řadou situací, kdy je potřebné znát vedle účetní hodnoty i tržní hodnotu podniku. Ta může zajímat nejen vlastníky a věřitele takového podniku, ale také spoustu dalších subjektů.

Samotný proces stanovování hodnoty podniku představuje poměrně pracnou činnost, při které lze narazit na řadu problémů, jejichž vyřešení mnohdy vyžaduje rozsáhlé teoretické znalosti, praktické zkušenosti a intuici. Na začátku je vždy nutné znát účel oceňování a cíl práce, které potom ovlivňují výběr používaných metod a postupů a veškerá rozhodování, která je třeba učinit.

Cílem mé diplomové práce je stanovit odhad tržní hodnoty společnosti XY, s. r. o. a to za pomoci výnosových metod oceňování. Tato skupina metod byla pro ocenění zvolena s ohledem na skutečnost, že se jedná o dlouhodobě prosperující společnost s dobrou perspektivou budoucího vývoje.

Teoretická část této práce představuje základní východiska pro ocenění společnosti, podrobně popisuje postup při oceňování a zejména pak jednotlivé metody oceňování založené na analýze výnosů. Z těchto poznatků potom vychází praktická část diplomové práce.

Obsahem praktické části je vedle samotného ocenění i strategická a finanční analýza společnosti. Strategická analýza je jedním z hlavních pilířů ocenění a má za cíl poznat podnikatelské prostředí společnosti, její vnitřní zdroje a schopnosti a vyjádřit tak celkový výnosový potenciál, kterým disponuje. Cílem finanční analýzy je zhodnotit dosavadní vývoj hospodaření společnosti a identifikovat rizika, se kterými je spojeno. Výsledky strategické a finanční analýzy vytváří představu o perspektivnosti společnosti a jsou hlavními východisky pro sestavení finančního plánu. Z něj potom vychází samotné stanovení hodnoty společnosti XY, s. r. o. na základě výnosových metod ocenění.

Věřím, že i když má toto ocenění pro společnost čistě informativní charakter, mohou být i tak jejímu managementu závěry vyplývající z mé práce alespoň do určité míry nápomocné při řízení této společnosti a že je tedy budou moci využít k její prosperitě.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADNÍ VÝCHODISKA PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Teorie oceňování podniků je dnes již delší dobu významnou ekonomickou disciplínou, nicméně stále prochází fází dynamického vývoje. Podle Krabce (2009) lze počátky teorie oceňování je možné nalézt již v 19. století, zejména v německy mluvících zemích. Významný rozvoj této disciplíny nastal ve 20. století. Teorie oceňování v sobě zahrnuje oceňování podniků, finančních a hromadných aktiv. Teorie oceňování podniků je velmi často chápána jako součást teorie podnikových financí. Toto spojení není příliš správné, protože cíle obou těchto disciplín jsou v podstatě odlišné. Nepopírá však, že při oceňování podniků se v praxi využívají některé metody, které jsou používány v oblasti podnikových financí.

Kislingerová (2001, s. 9) uvádí, že problematika oceňování podniku, respektive oceňování majetku podniku, často řeší otázku pojetí majetku podniku. Majetek podniku může být někdy chybně spojován pouze s fyzickou podstatou majetku jako takového. Při oceňování však nejde pouze o tuto fyzickou podstatu majetku, protože je potřebné zohlednit také právo, které je spojeno s užíváním tohoto majetku. Podnik představuje souhrn mnoha různých složek a při jeho oceňování je nutné všechny tyto složky zahrnout v jednotě a celistvosti.

Mařík et al. (2011) uvádí, že tato skutečnost je zmíněna i v obchodním zákoníku, kde je v § 5 tohoto zákona¹ uvedeno, že podnik představuje soubor nejen hmotných, ale i osobních a nehmotných složek podnikání a že k podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku.

Podle Kislingerové (2001) tvoří tyto a mnohé další skutečnosti, se kterými se oceňovatelé při oceňování podniků setkávají, z jejich práce nelehký úkol a mohou jim při ní přinášet značná úskalí, protože se od nich očekává, že se určitým způsobem vyjádří k hodnotě podniku. Vždy je potřeba brát v úvahu účel a okolnosti ocenění podniku.

V praxi existuje více různých způsobů, jak zjistit hodnotu podniku. Je také důležité vědět, že podnik může být oceňován na různých hladinách. Jednotlivé metody oceňování jsou preferovány v závislosti na účelu a podmínkách, za kterých je podnik oceňován. O tom, co vlastně hodnota podniku představuje, jaké základní kategorie hodnoty se v praxi rozlišují, jaké metody oceňování jsou využívány a jak probíhá samotný proces oceňování podniku, budou pojednávat následující kapitoly.

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

1.1 Hodnota podniku

Podle Maříka et al. (2011) je na úvod nutné uvést, že hodnota podniku nikdy není jeho objektivní vlastností. Objektivní hodnotu podniku nelze žádnými metodami zjistit. Hodnota podniku závisí mimo jiné na budoucím užítku, který je možný očekávat z držení podniku. Tento užitek může mít samozřejmě různé podoby, avšak z hlediska oceňování je vhodné a praktické se omezit právě na užitek, který je možný vyjádřit v penězích.

Mařík et al. (2011) uvádí, že hodnota podniku je dána příjmy, které jsou očekávány v budoucnu (vlastníky, věřiteli) a které jsou diskontovány na jejich současnou hodnotu. Proto není hodnota podniku považována za objektivní vlastnost, protože je založena na predikci a odhadu budoucího vývoje, které jsou subjektivním názorem oceňovatele. Hodnota podniku je tedy závislá na subjektu, který hodnotu určuje a dále také na účelu ocenění. Stejně tak uvádí i Kislingerová (2001) to, že hodnota podniku je relativní pojem, který se mění v čase v závislosti na vývoji budoucích užiteků, proto je možné hodnotu podniku vyjádřit pouze k určitému časovému okamžiku, přičemž je znám účel tohoto ocenění.

Mařík et al. (2011) také uvádí, že podnik je možné oceňovat na různých hladinách. Rozlišuje se hodnota brutto a hodnota netto. Brutto hodnota představuje hodnotu podniku jako celku (tj. entity), zahrnuje hodnotu podniku jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Netto hodnota představuje hodnotu pro vlastníky, tedy v podstatě jí lze rozumět ocenění vlastního kapitálu (tj. equity). Je však zřejmé, že tento přístup k vlastnímu kapitálu nemusí vždycky přesně souhlasit s účetním pojetím vlastního kapitálu. Tyto dvě hladiny hodnoty podniku jsou rozlišeny také opět v § 6 obchodního zákoníku, kde je brutto hodnota vyjádřena a definována jako **obchodní majetek** a souhrnný pohled na majetek a závazky podniku je vyjádřen v definici **obchodního jmění**. Stejně tak i netto hodnota je zde popsána ve vymezení **čistého obchodního majetku**.

Podle Maříka et al. (2011) může být rozdíl mezi čistým obchodním majetkem (ČOM) a vlastním kapitálem chápán problematicky. Uvádí, že čistý obchodní majetek je nutné chápat ve vazbě na reálnou hodnotu podniku, kdežto vlastní kapitál je třeba pojmout tak, jak je vymezen účetně. Ocenění vlastního kapitálu podle účetních pravidel je vázáno na historické ocenění, které je průkazné, nicméně postupně se zde ztrácí vazba na ekonomickou realitu. Tento nedostatek by měl odstranit právě čistý obchodní majetek, který je postaven na ocenění v reálných hodnotách neboli ocenění, které odpovídá ekonomické realitě. Pro každého oceňovatele je tedy podstatné vědět, zda je jeho cílem zjistit celkovou (brutto) hodno-

tu podniku nebo čistou (netto) hodnotu podniku. V prvním případě má zde za úkol určit obchodní majetek podniku, ve druhém případě je jeho cílem určit čistý obchodní majetek, s čímž se v praxi oceňovatelé mohou setkat častěji.

1.2 Kategorie hodnoty

Můžeme rozlišovat několik kategorií hodnoty podniku. Podle Maříka et al. (2011) vycházejí z následujících praktických otázek:

1. Kolik je za podnik ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu, tedy jaké je tržní ocenění?
2. Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího?
3. Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou?

1.2.1 Tržní hodnota

Mařík et al. (2011) uvádí, že tato kategorie hodnoty vychází z představy, že existuje trh s podniky, případně trh kde jsou obchodovány podíly na vlastním kapitálu podniků a na těchto trzích se setkávají kupující s prodávajícími a vytvářejí se tak zde podmínky pro vznik tržních cen. Cílem oceňovatele je odhadnout potenciální tržní cenu neboli tržní hodnotu. Tržní hodnotu je vhodné zjišťovat v případě, že podnik vstupuje na burzu nebo je předmětem prodeje, avšak prozatím není znám konkrétní kupující a současný vlastník odhaduje pravděpodobnou prodejní cenu.

Marek et al. (2006) uvádí, že tržní hodnota je v současnosti považována mezinárodními organizacemi za hlavní cílovou hodnotu pro oceňovatele a že tržní hodnotou se podle Mezinárodních oceňovacích standardů rozumí odhad ceny, které by bylo možné dosáhnout na trhu k určitému datu po dohodě mezi prodávajícím a kupujícím, kteří se chovají racionálně, nejednají pod nátlakem a mají dostatek informací o trhu.

Podle Krabce (2009) je tržní ocenění založeno na srovnání podobných podniků či majetkových podílů, které byly realizovány na trhu. Důležitým faktorem je zde srovnatelnost podniků, která však činí tržní přístup k ocenění podniku značně komplikovaný.

Svačina (2011, s. 23) uvádí, že tržní hodnota předpokládá nejlepší možné využití aktiva, jímž se rozumí nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a jehož důsledkem bude nejvyšší hodnota oceňovaného aktiva. Předpokladem využití tržní hodnoty jsou běžní zájemci na trhu a široké použití tržních dat při oceňování.

1.2.2 Cena obvyklá

V praxi se lze setkat i s termínem cena obvyklá. Kratěna (2012) uvádí, že obvyklou cenou se podle zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, rozumí cena, která by byla dosažena při prodejkch stejného, případně obdobného majetku či služby v obvyklém obchodním styku ke dni ocenění. Cena obvyklá se zjišťuje analýzou trhu a existuje pouze u zboží, se kterým se běžně obchoduje. Je to cena běžná, pravidelně se opakující a odpovídající zvyku v daném místě a čase. Analýzou trhu ji můžeme odhadnout s poměrně velkou přesností nebo s malým rozptylem od průměrné hodnoty. Stejný autor také upřesňuje rozdíl mezi pojmy „cena“ a „hodnota“. Cena je pojem používaný pro částku, která je požadovaná, nabízená nebo zaplacená za zboží či službu. Hodnota je ekonomický pojem týkající se peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Hodnota není faktem, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase. Nelze hovořit o přesném čísle, ale pouze o možném optimálním rozpětí v závislosti na tom, z jakých hledisek, za jakých podmínek a k jakému účelu je hodnota zkoumána. Obvyklou cenu ani tržní hodnotu nelze stanovit jako přesné číslo.

1.2.3 Subjektivní (investiční) hodnota

Podle Hitchnera (2011, s. 34) investiční hodnota obecně představuje hodnotu aktiva či podniku pro konkrétního či potenciálního investora. Tento typ hodnoty bere v úvahu investory znalosti, schopnosti, očekávané riziko, výnosový potenciál a další faktory jako postoj k riziku, obchodní strategie a obchodní plány či silné a slabé stránky podniku. Investiční hodnota také obvykle zahrnuje synergie a různé vztahy, které má investor k dispozici. Investiční hodnota je často používána jako synonymum k hodnotě pro vlastníka.

Podle Maříka et al. (2011) tento způsob pojetí hodnoty představuje hodnotu, která je dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního investora (případně i pro současného vlastníka či prodávající subjekt). Mohou nastat situace, kdy subjektivní hodnota bude vyšší nebo nižší než tržní hodnota podniku. Subjektivní hodnota je převážně ovlivněna subjektivními názory, očekáváními, postojem k riziku či záměry a plány konkrétního investora. Využití subjektivní hodnoty má své opodstatnění v případě, že jde o koupi nebo prodej podniku a daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj daná transakce výhodná nebo se současný vlastník podniku rozhoduje mezi sanací a likvidací podniku, kdy zjišťuje, zda je větší jeho likvidační hodnota či hodnota podniku při uskutečnění určité restrukturalizace.

1.2.4 Objektivizovaná hodnota

Jak bylo uvedeno, podle Maříka et al. (2011) objektivní hodnota podniku neexistuje, nedá se zjistit, protože hodnota není objektivní vlastností podniku. Objektivizovanou hodnotu je možné považovat za hodnotu, která je nejméně sporná, tedy obecně přijatelná. Měla by být založena na objektivně uznávaných datech a údajích a její stanovení by mělo vycházet z respektování určitých zásad a požadavků. Mezi tyto zásady patří například nezměněný podnikový koncept, zohlednění všech budoucích očekávání v rámci tržních příležitostí a rizik, zohlednění finančních možností podniku, rozhodující význam potenciálu podniku, který má k rozhodujícímu dni ocenění, nutnost účelově typizovat daňové zatížení, v závislosti na konkrétním důvodu ocenění, ale především se při ocenění vychází z podniku takového jaký je v současnosti a případně ze všeobecných očekávání na trhu a v odvětví aj. Objektivizovanou hodnotu se obvykle snažíme zjistit v případech, kde je důležitá prokazatelnost stanovení hodnoty podniku a kde se vychází ze současného stavu jako například při poskytování úvěru či při zjišťování skutečné reálné bonity podniku.

1.2.5 Funkce oceňování podle Kolínské školy

O Kolínské škole pojednávají Mařík et al. (2011). Uvádí, že je postavena na subjektivním postoji. Podle Kolínské školy závisí ocenění na obecných funkcích, které ocenění představuje pro své uživatele. Kolínská škola rozlišuje několik funkcí oceňování, kterým pak následně odpovídají i různé kategorie hodnoty. Jedná se zejména o funkci **poradenskou**, jejímž smyslem je poskytnout informaci o tzv. hraniční hodnotě, což je hodnota pro rozhodnutí a vymezuje prostor pro cenové jednání. Zjednodušeně řečeno udává maximální cenu, kterou může kupující zaplatit a minimální cenu, kterou může prodávající akceptovat, tak aby žádná ze stran na transakci neprodělala. S tím souvisí i další funkce a tou je funkce **rozhodčí**, kdy se od nezávislého oceňovatele očekává, že odhadne hraniční hodnoty pro jednotlivé účastníky transakce a pomůže najít spravedlivou hodnotu v rozmezí stanoveného rozpětí. Další funkcí je **argumentační** funkce, kdy oceňovatel hledá argumenty sloužící jako podklady pro jednání. V neposlední řadě je to funkce **komunikační** a funkce **daňová**, jejímž smyslem je poskytnout údaje pro daňové účely.

1.3 Právní úprava oceňování podniků

Ačkoliv v České republice doposud neexistuje žádný obecně závazný zákon či předpis pro oceňování, existují určité předpisy, kterými se lze při oceňování podniků řídit. V rámci

českých předpisů, které však nejsou využitelné úplně ve všech případech oceňování, se uplatňuje dle Maříka et al. (2011) zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a vyhlášky Ministerstva financí ČR, které na něj navazují. Dále je to Metodický pokyn ČNB (ZNAL), který slouží výhradně pro znalecké posudky, které jsou předkládány ČNB.

Krabec (2009) dodává, že při oceňování lze využít také Mezinárodní oceňovací standardy a Evropské oceňovací standardy. Mařík et al. (2011) doplňují jako další standardy, kterými se lze inspirovat Americké oceňovací standardy US PAP vydávané Americkou společností odhadců či německý standard IDW S1, vydávaný Institutem německých auditorů.

1.4 Důvody pro oceňování podniků

Murray (2012) uvádí několik prostých důvodů, proč je vhodné mít vždy po ruce ocenění vlastního podniku. Každou chvíli může vlastníkovu podniku do cesty přijít zajímavá nabídka, kterou musí co nejdříve vyhodnotit. Znat hodnotu svého podniku se v tuto danou chvíli může jevit jako velká výhoda. Může se také jednat o prodej podniku, spojení s jiným podnikem, možnost získání obchodního partnera, příležitost k rozšíření svých podnikatelských aktivit či pro hodnocení úvěrové způsobilosti v případě požádání o úvěr. Další důvody se mohou týkat rozhodnutí o odchodu společníka z podniku či oddělení podniku samotného od různých podnikatelských seskupení a konečně může dojít i na problémy osobního charakteru (např. majetkové vyrovnání apod.).

Je zřejmé, že pro každý účel může být zjišťována jiná kategorie hodnoty podniku, což je třeba si ujasnit hned na začátku. Kislingerová (2001) uvádí i další důvody pro ocenění podniků jako rozdělení obchodních společností, zvýšení či snížení vlastního kapitálu společnosti, změna právní formy obchodní společnosti, restrukturalizace podniku, vstup společnosti na kapitálový trh, vklad podniku nebo jeho části do jiné obchodní společnosti, přijetí či poskytnutí různých forem cizího kapitálu aj.

1.5 Přehled základních metod pro oceňování podniku

V praxi je využívána řada metod, které je možné zařadit podle Maříka et al. (2011, s. 37) do tří základních kategorií. Volba metody se může lišit v závislosti na účelu ocenění.

1. Výnosové metody

- Metoda diskontovaných peněžních toků
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

- Kombinované výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

2. Tržní metody

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků či transakcí
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

3. Majetkové metody

- Účetní hodnota VK na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen či úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Marek et al. (2006, s. 547) uvádí, že je vhodné použít při oceňování více metod, přičemž by měla být stanovena jedna hlavní metoda a ostatní jako podpůrné. Pokud má oceňovatel k dispozici ceny srovnatelných podniků, pak je vhodné použít metody založené na analýze trhu. V případě, že to není možné, mají rozhodující význam metody založené na analýze výnosů. Je vhodné určit likvidační hodnotu podniku, protože tak získáme představu o dolní hranici hodnoty podniku, ale i substanční hodnotu. Tyto metody se řadí k majetkovým metodám zjišťování hodnoty podniku. Nemělo by docházet k prostému průměrování výsledků jednotlivých oceňovacích metod ani uvádění výsledků jednotlivých metod jako výsledné ocenění. Záleží na oceňovatelových zkušenostech a intuici, aby určil, jaké hodnota je dostatečně reálným odrazem hodnoty podniku.

Mařík et al. (2011, s. 424 - 426) se shodují s výše uvedeným autorem, že metoda DCF a metoda kapitalizovaných čistých výnosů jsou často hlavním východiskem pro výsledné ocenění podniku. Jsou i toho názoru, že metody tržního porovnání se s růstem globalizace stávají stále významnější, přičemž byly dlouhou dobu považovány spíše za metody doplňkové. Dodávají, že u jednotlivých metod je vhodné použít interval ocenění a doplnit ocenění o analýzu citlivosti, která vypovídá o tom, jak by se výsledná hodnota změnila při změně jednoho z hlavních vstupních údajů. V rámci souhrnného ocenění je také třeba zohlednit zjišťovanou kategorii hodnoty, účel ocenění i požadavky klienta.

2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Ocenění podniku představuje nesnadný úkol. Lze zde narazit na řadu problémů, jejichž vyřešení mnohdy vyžaduje rozsáhlé teoretické znalosti a praktické zkušenosti. Na začátku je vždy nutné znát účel oceňování a cíl práce, které potom ovlivňují výběr používaných metod a postupů a veškerá rozhodování, která je třeba učinit.

Mařík et al. (2011) doporučuje následující postup při oceňování podniku:

1. Sběr vstupních dat

2. Analýza dat

- Strategická analýza
- Finanční analýza
- Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
- Analýza a prognóza generátorů hodnoty
- Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty

3. Sestavení finančního plánu

4. Ocenění

- Volba metody pro vlastní ocenění
- Ocenění podle zvolených metod
- Souhrnné ocenění

2.1 Sběr vstupních dat

Dostatek relevantních, kvalitních a spolehlivých informací je jednou z klíčových podmínek pro ocenění podniku. Čím přesnější data má oceňovatel k dispozici, tím přesnější a kvalitnější ocenění lze očekávat. Interní podniková data jsou stejně tak důležitá jako ta externí.

Podle Maříka et al. (2011) se nejnáze dostupnými jeví **základní podniková data** (statut, stanovy, právní dokumenty a smlouvy, popis účetní jednotky a jejího vývoje, výpisy z obchodního rejstříku apod.) a **ekonomická data** (účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány apod.). Dále jsou to informace o **relevantním trhu** (vymezení relevantního trhu, segmentace, atraktivnost trhu, vývoj trhu), **konkurenční struktura** relevantního trhu (hlavní konkurenti, konkurenční výrobky, bariéry vstupu do odvětví), také informace o **odbytu a marketingu, výrobě a obchodních partnerech** (dodavatelé, odběratelé) či **zaměstnancích** (struktura zaměstnanců, produktivita práce, personální náklady, míra fluktuace zaměstnanců).

Damodaran (2011, s. 11) uvádí, že oceňování podniků se stalo během posledních dvou desetiletí mnohem komplexnějším procesem a to jako důsledek určitých vývojových trendů. Na jedné straně jsou to vyspělejší technologie, které zde mohou být reprezentovány výkonnější a dostupnější výpočetní technikou, která v současnosti nesmírně usnadňuje analýzu dat. Na druhé straně můžeme pozorovat, že informace jsou stále dostupnější, jsou k dispozici v mnohem větší míře a dají se pohodlněji využívat.

2.2 Strategická analýza

Posouzení perspektiv podniku v rámci strategické analýzy považují Mařík et al. (2011) za jeden z hlavních pilířů ocenění podniku. Hlavním cílem strategické analýzy je vyjádřit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je ovlivňován vnějším a vnitřním potenciálem, kterým podnik disponuje.

Neumaierová et al. (2005) uvádí, že strategická analýza představuje vnitropodnikovou a externí analýzu, která má za cíl posoudit současný stav podniku a jeho podnikatelského okolí. Hodnotí i pravděpodobný vývoj do budoucna. Analyzují se zde faktory externí (ekonomické, politické, sociální, technologické, faktor konkurence) a vnitřní faktory jako inovativnost, marketing a prodej, řízení společnosti, vnitropodnikové procesy a další.

Podle Sedláčkové a Buchty (2006) je obsahem strategické analýzy analýza okolí a analýza vnitřních zdrojů a schopností. **Analýza okolí** se orientuje na trendy různých faktorů v makrookolí a mikrookolí (vymezeno odvětvím). K analýze vlivů makrookolí je možné využít například PEST analýzu, která zkoumá politické, ekonomické, sociokulturní a technologické faktory makrookolí. Analýza mikrookolí představuje analýzu odvětví, přičemž se soustřeďuje na konkurenční prostředí. Cílem je nalézt faktory, které ovlivňují atraktivitu odvětví. Často využívaným nástrojem při analýze mikrookolí je Porterův model pěti sil.

Podle Tiché a Hrona (2003, s. 79) je Porterův model jeden z nástrojů, které lze využít při analýze konkurence v odvětví. Její intenzitu ovlivňuje působení pěti základních sil a výsledek jejich působení je ziskový potenciál odvětví. Při analýze konkurenčního prostředí je nutné vyhodnotit všech těchto pět konkurenčních sil. Čím aktivnější je konkurence, tím nižší je celková ziskovost podniků v odvětví. Když konkurenční síly nebudou velké, konkurenční prostředí v odvětví bude naopak atraktivní. Mezi základní konkurenční síly patří podle Porterova modelu vyjednávací síla dodavatelů a odběratelů, ohrožení ze strany nových konkurentů a nových substitutů a rivalita mezi existujícími podniky.

Sedláčková a Buchta (2006) uvádí, že **analýzou vnitřních zdrojů a schopností podniku** lze identifikovat schopnost podniku reagovat na hrozby a příležitosti, které vznikají v jeho okolí. Výsledky obou analýz jsou pak východisky pro syntézu, která určuje zdroje konkurenční výhody a vymezuje konkurenční pozici. Často využívaným nástrojem pro syntézu výsledků obou analýz je SWOT analýza, která identifikuje hlavní silné a slabé stránky podniku a zachycuje schopnost podniku reagovat na okolní vlivy (příležitosti a hrozby).

Mařík et al. (2011) navrhuje následující postup strategické analýzy:

1. Vymezení relevantního trhu, jeho analýza a prognóza budoucího vývoje
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
3. Zhodnocení perspektivnosti oceňovaného podniku a prognóza tržeb

2.3 Finanční analýza

Podle Holečkové (2008) je finanční analýza dalším důležitým krokem analýzy dat. Finanční analýza je nástrojem, který slouží k interpretaci dat účetních výkazů a tím v podstatě umožňuje vyhodnotit finanční situaci podniku. Jedním z rozhodujících faktorů finanční situace je výkonnost podniku. Výkonnost podniku měříme nejčastěji pomocí ukazatelů rentability. Dalším faktorem je finanční pozice podniku, ve které se odráží finanční rizika vyvolaná způsobem financování.

Grünwald a Holečková (2007) uvádí, že finanční analýza hodnotí minulé a současné hospodaření podniku a cílem je vyvodit z této analýzy doporučení, která by mohla být nápomocná při zlepšování hospodaření podniku v budoucnu. Smyslem finanční analýzy tedy není pouze vyhodnotit uplynulá období, ale jde také o vytvoření předpovědi finančních perspektiv a možností podniku. Cílem analýzy je poznat silné a slabé stránky podniku a jeho finanční zdraví. Finanční zdraví podniku se odráží v jeho schopnosti vypořádat se s interními a externími provozními riziky. Aby se podnik mohl neustále rozvíjet, je důležité, aby měl pevné finanční zdraví a nedostal se do finanční tísně.

Podle Kovanicové (2008) jsou hlavním a také nejčastěji používaným zdrojem informací pro finanční analýzu účetní výkazy podniku, které souhrnně tvoří roční účetní závěrku. Roční účetní závěrka se skládá z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a v neposlední řadě z přílohy k účetním výkazům, jejíž součástí je neméně důležitý přehled o peněžních tocích a přehled o změnách vlastního kapitálu.

Mezi základní metody, které je možné při provádění finanční analýzy využít, patří podle Sedláčka (2001) analýza absolutních ukazatelů (horizontální analýza - analýza trendů a vertikální analýza - procentní analýza), analýza rozdílových ukazatelů (čistý pracovní kapitál), analýza peněžních toků, analýza poměrových ukazatelů (ukazatele aktivity, likvidity, rentability, zadluženosti a finanční struktury), analýza soustav ukazatelů (pyramidové rozklady ukazatelů, predikační modely) i různé další poměrové či souhrnné ukazatele (IN01).

Mařík et al. (2011) navrhuje v rámci ocenění následující postup finanční analýzy:

1. prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
2. sestavení analýzy základních účetních výkazů,
3. propočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů,
4. souhrnné zhodnocení dosažených poznatků.

2.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Podle Maříka et al. (2011) má většina podniků jedno základní podnikatelské zaměření. Ovšem pokud se podnik zabývá více podnikatelskými aktivitami, každá jeho část, respektive každá jednotka by měla být oceněna zvlášť a celkově by pak takový podnik měl být oceněn jako souhrn podnikatelských jednotek.

Krabec (2009) uvádí, že aktiva, která podnik potřebuje ke své hlavní činnosti lze označit jako aktiva provozně nutná (provozně potřebná). Všechna ostatní aktiva jsou potom označována jako provozně nenutná neboli provozně nepotřebná aktiva. Provozně nenutná aktiva je možné nazývat také jako neprovozní aktiva. Tato aktiva jsou definována podle kritéria funkčnosti, podle kterého mohou být tato aktiva odprodána, aniž by tím byla dotčena hlavní činnost podniku. Mařík et al. (2011) doplňují, že při oceňování podniku by vždy měla být snaha aktiva takovýmto způsobem rozlišit. Je přitom nutné neopomenout vyřadit z výnosů a nákladů ty výnosy a náklady, které s těmito provozně nenutnými aktivy souvisí.

Krabec (2009, s. 221) uvádí, že rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je významným prvkem při analýze tvorby hodnoty, protože pokud jsou neoperativní aktiva nesprávně oceněna, vede to k ničení hodnoty. Matschke a Brösel (2007 cit. podle Krabec, 2009, s. 221) uvádí, že však není blíže určeno, podle jakých kritérií toto členění aktiv provést, což je nevýhodou zejména při odhadu objektivizované hodnoty, protože se jedná o subjektivní vliv oceňovatele.

Podle Maříka et al. (2011, s. 118) je možné nalézt několik důvodů pro rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná. Je pravdou, že některá část aktiv čili majetku (nevyužité pozemky, budovy, větší než provozně potřebné množství peněžních prostředků) nemusí být využívána a tedy z ní neplynou žádné nebo téměř žádné příjmy. Při použití výnosových metod ocenění se pak může stát, že bude tento majetek podceněn nebo nebude oceněn vůbec, přesto že hodnotu má. Dalším důvodem může být rozdílná míra rizika, jež je spojeno s příjmy, které přinášejí určitá aktiva, přičemž toto riziko se liší od provozního rizika podniku. Pak je vhodné tato aktiva vyloučit. Další důvod je takový, že na tyto dvě skupiny aktiv je při oceňování podniku pohlížet jinak a to znamená, že je třeba je ocenit samostatně a pomocí různých metod. Hodnota neprovozních aktiv se na konec procesu oceňování přičte k hodnotě provozní části podniku.

2.5 Analýza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty představují základní podnikohospodářské veličiny, které významně ovlivňují hodnotu podniku. Mařík et al. (2011, s. 125) uvádí různé generátory hodnoty, se kterými lze pracovat. Jde například o tržby a jejich růst, marže (korigovaného²) provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra, způsob financování, doba, po kterou předpokládáme generování kladného peněžního toku. Generátory hodnoty lze použít i k předběžnému odhadu hodnoty podniku, přičemž toto stanovení hodnoty je založeno na principu peněžních toků.

Marek (2006, s. 530) uvádí, že analýza a také predikce generátorů hodnoty je jednou z klíčových částí procesu oceňování podniku. Mezi generátory hodnoty řadí tempo růstu tržeb, ziskovou marži, obrátkovost jednotlivých částí pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého majetku, dobu existence podniku a diskontní míru.

Podle Marka (2006, s. 531) jsou generátory hodnoty vyjadřovány pomocí poměrových ukazatelů, které jsou používány ve finanční analýze. Hlavní rozdíl je zde však v tom, že hodnoty položek v těchto ukazatelích jsou upraveny s ohledem na potřebu zjistit hodnotu podniku. Je nutné, aby do generátorů hodnoty vstupovaly majetkové a výsledkové položky pocházející pouze z hlavní provozní činnosti podniku. Do generátorů hodnoty by neměly vstupovat ani žádné mimořádné či jednorázové položky.

² „Korigovaný výsledek hospodaření je výsledek hospodaření, který je generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.“ (Mařík et al., 2011, s. 123)

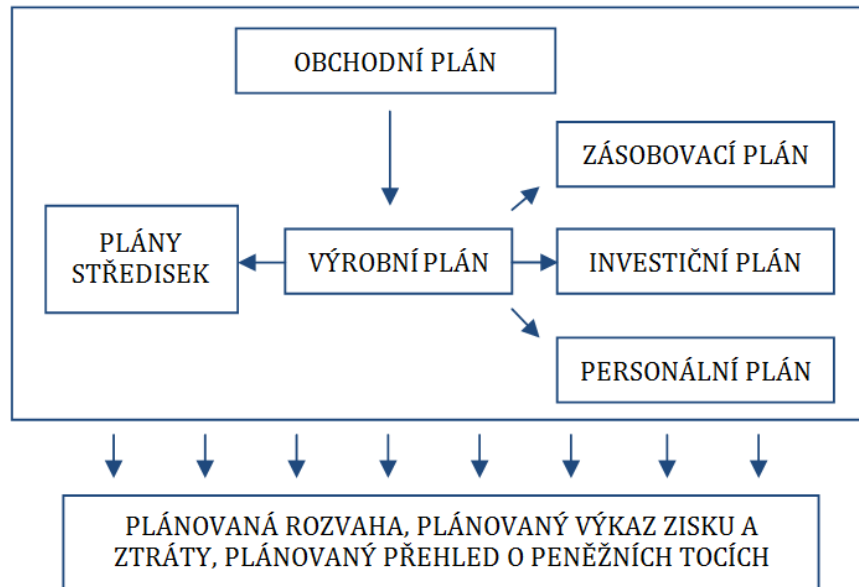
2.6 Sestavení finančního plánu

Finanční plánování je bezesporu nezbytnou součástí podnikového řízení. Je také dalším velmi podstatným krokem v procesu stanovování hodnoty podniku. Aby bylo možné použít výnosových metod oceňování, je třeba mít k dispozici souhrnný finanční plán, který je součástí podnikového plánu. Každý podnik by měl mít stanovené své dlouhodobé hlavní cíle, dílčí cíle a samozřejmě i strategii. Takový podnikový plán potom vychází z této dlouhodobé koncepce podniku. Součástí podnikového plánu jsou podle Maříka et al. (2011, s. 149) obvykle následující plány:

- plány prodeje, které umožní odhad budoucích výnosů,
- plány produkce, ze kterých bude vycházet odhad budoucích nákladů a provozních výdajů,
- kapacitní plány, které se projeví v plánech investic, plánech pracovního kapitálu, plánu odpisů a dalších,
- plány pracovních sil, které budou určující pro odhad osobních nákladů,
- plán provozního hospodářského výsledku, daní a podílů na zisku,
- plán provozního peněžního toku, plán celkového peněžního toku,
- plánované rozvahy pro každý rok plánovaného horizontu.

Je zřejmé, že sestavení souhrnného podnikového plánu by pro oceňovatele samotného byl téměř nemožný úkol. Je proto nutná spolupráce s vedením podniku v podobě konzultací. Mařík et al. (2011, s. 150) však upozorňují, že vycházet automaticky z plánů managementu podniku v případě zjišťování tržní nebo objektivizované hodnoty určitě není vhodné.

Podle Marka et al. (2006, s. 496) bývá výchozím bodem pro sestavování ekonomického plánu obvykle sestavení obchodního plánu. Na něj navazuje plán výroby, ze kterého dále vycházejí plány jednotlivých výrobních středisek a také plány průřezové (zásobovací plán, investiční plán, personální plán a další). Zvláštní místo v systému plánů podniku může zaujímat také například plán výzkumu a vývoje, plán jakosti nebo ekologický plán, ale samozřejmě i řada dalších plánů. Následující obrázek (Obr. 1) představuje jedno z možných znázornění vzájemné provázanosti podnikových plánů.



Obr. 1. Vztah mezi finančním plánem a ostatními ekonomickými plány podniku (vlastní zpracování dle Marka et al., 2006, s. 497).

Damodaran (2011, s. 11) uvádí, že základní a velice podstatnou otázkou při oceňování je, s jakou mírou detailnosti bude celý proces probíhat. Více detailních informací dává oceňovateli šanci využít specifické informace k lepším prognózám, ale na druhou stranu pak musí být kladeny vyšší nároky na vstupní informace, přičemž na každou z těchto vstupních informací je vázáno riziko, že bude chybná, špatná či nesprávná. To vyvolává potřebu mnohem složitějších až někdy i neprůhledných modelů, metod a postupů. Zmíněný autor zde dává jednoduché pravidlo, kterého je praktické se držet. Oceňujeme-li aktivum, využijme ten nejjednodušší model, který lze použít. Pokud lze ocenit aktivum se třemi vstupními veličinami, není třeba jich použít pět. Pokud může oceňovatel ocenit podnik na základě plánů s předpověďmi na období budoucích tří let, predikování peněžních toků na deset let dopředu by mohlo způsobit spíše jen potíže. Méně je v tomto případě více.

3 FAKTOR ČASU A RIZIKA A DISKONTNÍ MÍRA V PROBLEMATICE OCEŇOVÁNÍ

Faktor času a rizika představuje významný prvek problematiky oceňování podniků. Tyto faktory se do oceňování promítají prostřednictvím diskontní míry.

3.1 Faktor času

Faktor času zde souvisí s tzv. časovou hodnotou peněz. Obecně je možné z teoretického hlediska hodnotu aktiva vymežit jako „*současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva.*“ (Mařík et al., 2011, s. 39) Podle uvede-
ných autorů všechny příjmy, které budou podniku plynout v budoucnu a které tak budou tvořit jeho hodnotu, nemohou mít pro své příjemce stejný význam. Pro jejich příjemce totiž není důležitá pouze jejich výše, ale také okamžik, kdy je daný příjemce získá. Obecně platí, že příjem získaný dnes má větší význam, než příjem získaný v budoucnu, protože příjemce tohoto příjmu jej může již dnes investovat a zajistit si tak dosažení dalšího výnosu. Pokud tedy zjišťujeme hodnotu jakéhokoliv aktiva (tzn. i podniku), není možné pouze sečíst všechny očekávané budoucí příjmy. Je nutné zjistit současnou hodnotu všech těchto příjmů, to znamená, přepočítat všechny tyto budoucí příjmy k datu ocenění podniku. Následně již bude možné takto přepočtené hodnoty jednoduše sečíst.

3.2 Faktor rizika

Podle Maříka et al. (2011, s. 40) faktor rizika souvisí s pravděpodobností, se kterou může příjemce daných příjmů, o kterých bylo pojednáno v předchozím odstavci, jejich získání očekávat. I to ovlivňuje jejich konečnou hodnotu. S čím větší pravděpodobností lze dané příjmy očekávat, tím bude hodnota aktiva vyšší a naopak.

Podle Maříka et al. (2011, s. 40) je možné podnikatelské riziko členit na tyto dvě kategorie:

- a) Riziko obchodní a finanční
- b) Riziko systematické a nesystematické

Maříková a Mařík (2001, s. 48) uvádí, že **obchodní riziko** je obvykle stanovováno pomocí stovebnicové metody, kdy jsou zvažovány faktory jako cykličnost daného trhu, úroveň konkurence na trhu, velikost podniku, provozně podmíněná rizika (podíl fixních nákladů na celkových nákladech, modernost a životnost investičního majetku).

Podle Maříka et al. (2011, s. 44) je **finanční riziko** taktéž závislé na velikosti fixních finančních nákladů (nákladové úroky, leasingové splátky aj.) Finanční riziko je možné zachytit prostřednictvím stupně finanční páky a také prostřednictvím některých poměrových ukazatelů (likvidity či zadluženosti). Doplňují také, že **celkové podnikatelské riziko** lze určit na základě volatility celkového hospodářského výsledku (výsledku hospodaření za běžnou činnost). Zjednodušeně je možné zjistit celkové riziko z variačního koeficientu výsledků hospodaření a to jako podíl směrodatné odchylky VH za běžnou činnost a střední hodnoty VH za běžnou činnost.

Podle Pavelkové a Knápkové (2008, s. 29) je členění na systematické a nesystematické riziko důležité především ve vztahu k investicím na kapitálovém trhu. **Systematické** neboli tržní riziko vzniká v důsledku změn v celkovém ekonomickém prostředí. **Nesystematické** neboli jedinečné riziko je specifické pro jednotlivá odvětví, obory či firmy.

3.3 Diskontní míra

Prostřednictvím diskontní míry se podle Maříka et al. (2011, s. 48) do hodnoty podniku promítá faktor času a rizika. Diskontní míra představuje míru výnosnosti, která je využívána pro výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků. Tato míra výnosnosti je určována na základě výnosnosti, kterou investor požaduje či kterou očekává s přihlédnutím k podstupované míře rizika.

Neumaierová a Neumaier (2002, s. 53) uvádí, že diskontní míra vyjadřuje rizikovost budoucích peněžních toků. Požadovaná výnosnost investory odpovídá podstoupenému riziku. Odhadnout riziko má však subjektivní charakter při použití jakékoliv metody. Nejnesnadnějším úkolem při stanovování diskontní míry je obvykle určení nákladů na vlastní kapitál.

Vedle diskontní míry existuje i míra kapitalizace. U kapitalizačních metod oceňování, které nevyužívají diskontování, je očekávaný růst zahrnut do míry kapitalizace. Pokud od diskontní míry odečteme očekávanou míru dlouhodobého růstu, získáme míru kapitalizace. Mezinárodní oceňovací standardy definují tzv. míru kapitalizace, a to jako „*dělitel, který lze použít k převodu příjmů na hodnotu.*“ (Mařík et al., 2011, s. 49)

Podle Damodarana (2010, s. 4) je diskontní míra nástrojem, který využíváme k vyjádření rizika spojeného s peněžními toky, které v budoucnu očekáváme. K diskontování peněžních toků spojených s vyšší mírou rizika používáme vyšší diskontní míry a nižší diskontní míry používáme u peněžních toků, které je možné předvídat s vyšší pravděpodobností.

I pokud máme v praxi tyto skutečnosti na paměti, při zjišťování hodnoty podniku narážíme na spoustu problémů. Pokud oceňujeme podnik, obvykle odhadujeme jednu diskontní míru pro souhrnné peněžní toky, což je zčásti dáno způsobem, jakým odhadujeme parametry rizik a zčásti proto, že je to výhodné a pohodlné. Podnik však generuje peněžní toky z různých aktiv, v různých oblastech, s odlišnou mírou rizika, a proto bychom se měli snažit stanovovat různé diskontní míry pro různé skupiny peněžních toků. Další chybou bývá, že ve většině případů oceňování, odhadneme jednu diskontní míru a tu pak již během oceňování neměníme. Je však nutné si uvědomit, že při oceňování podniku se v průběhu času nejenže mohou, ale je to dokonce i velmi pravděpodobné, měnit míry rizika, stejně jako se může měnit struktura a opotřebení aktiv podniku.

3.3.1 Kategorie hodnoty a diskontní míra

Podle Maříka et al. (2011) závisí volba diskontní míry na účelu oceňování podniku a tedy na tom, jakou hodnotu podniku oceňovatel zjišťuje. Pokud se jedná o investiční hodnotu, diskontní míra vychází především z individuální situace a požadavků investora. V případě, že se jedná o tržní hodnotu, měla by diskontní míra vycházet primárně z tržních dat. V případě, že oceňovatel zjišťuje objektivizovanou hodnotu podniku, odhad diskontní míry by měl v co největší míře vycházet z běžně dostupných dat a obecně přijímaných zvyklostí. Stanovení diskontní míry je jedním z nejdůležitějších kroků celého procesu oceňování, protože ve velice významné míře ovlivňuje výslednou hodnotu podniku. Diskontní míru je možné odhadnout na základě různých metod. Několik metod z těch nejčastěji využívaných nejen při oceňování podniků bude obsahem následujících částí textu.

3.3.2 Metoda průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Podle Pavelkové a Knápkové (2009, s. 63) může být jednou z metod pro stanovení diskontní míry pro účely oceňování metoda průměrných vážených nákladů na kapitál (Weighted Average Cost of Capital). Váženou průměrnou hodnotu nákladů kapitálu (WACC) určíme jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úplatného kapitálu podle níže uvedeného vzorce, kde n_{ck} představují náklady na cizí kapitál, n_{vk} náklady na vlastní kapitál, CK představuje tržní hodnotu úročeného cizího kapitálu, VK tržní hodnotu vlastního kapitálu a C představuje tržní hodnotu celkového kapitálu.

$$WACC = n_{CK} \times \frac{CK}{C} + n_{VK} \times \frac{VK}{C} \quad (1)$$

Pavelková a Knápková (2009, s. 63) uvádí, že **náklady na vlastní kapitál** jsou ovlivněny výnosovým očekáváním investorů. Výnos, který investoři požadují je určen alternativním výnosem investice, která je spojena se stejným rizikem. Určit náklady na vlastní kapitál je poněkud obtížný úkol. Pro odhad nákladů vlastního kapitálu lze využít řadu různých modelů jako například model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), model diskontovaných dividend či stavebnicový model, přičemž každá z metod může mít pro konkrétní případy určité výhody i nevýhody. Dalo by se říci, že stanovit **náklady na cizí kapitál** je o něco málo snazší úkol. Vycházíme z úvahy, že nákladem cizího kapitálu je úrok, který podnik platí věřiteli, který lze ještě snížit o tzv. daňový štít.

Podle Brigham a Ehrhardta (2005, s. 323) existuje řada faktorů, které ovlivňují průměrné vážené náklady na kapitál, přičemž některé může podnik ovlivnit a některé nikoliv. Mezi důležité faktory, které nemůže podnik sám ovlivnit, patří hladina úrokových měr, riziková prémie trhu a daňové sazby. Mezi faktory, které má podnik možnost řídit patří přístup ke kapitálové struktuře, dividendová politika a politika investic.

Brigham a Ehrhardt (2005, s. 332) doplňují, že při stanovování kapitálové struktury pro výpočet WACC není vhodné používat účetní hodnotu vlastního kapitálu. V první řadě je vhodné vycházet z cílové kapitálové struktury podniku. V případě, že oceňovateli není tato informace známa, je vhodné vycházet z informací trhu spíše než z účetních informací.

3.3.3 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Podle Maříka et al. (2011, s. 212) lze náklady na cizí kapitál vypočítat jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z různých forem cizího kapitálu. Efektivní úrokovou míru i je možné vypočítat podle níže uvedeného vzorce, kde D představuje částku peněžních prostředků získaných výpůjčkou, U_t jsou jednotlivé úrokové platby, d představuje sazbu daně z příjmu, S_t splátku dluhu za dohodnutý časový interval a n je počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu.

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t(1-d) + S_t}{(1+i)^t} \quad (2)$$

Pavelková a Knápková (2009, s. 277 - 278) uvádí několik praktických způsobů stanovování nákladů na cizí kapitál. V případě bankovních úvěrů je nejjednodušším a nejpřesnějším způsobem vycházet ze známé sazby jednotlivých bankovních úvěrů. V případě, že neznáme úrokovou sazbu bankovního úvěru, lze využít podílu nákladových úroků k bankovním

úvěřům. Jednou z možností je také alternativní způsob založený na tržních datech. Náklad cizího kapitálu zde vychází z bezrizikové úrokové míry, ke které se přičítá riziková přírážka stanovené na základě ratingu daného dluhu.

3.3.4 Stanovení nákladů na vlastní kapitál - CAPM

Pavelková a Knápková (2009, s. 168) uvádí, že model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model) je jedním z často používaných modelů pro stanovování nákladů na vlastní kapitál, avšak uplatňuje se zejména na vyspělých kapitálových trzích. Tento model pracuje s členěním rizika na systematické a nesystematické, přičemž v souvislosti s odhadem očekávaného výnosu vlastního kapitálu je podle tohoto modelu důležité pouze tržní (systematické) riziko. Pro tento model je nutné znát bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a výši koeficientu β , poté vycházíme z níže uvedeného vzorce, kde r_e jsou hledané náklady na vlastní kapitál, r_f je bezriziková úroková míra, koeficient β vyjadřuje relativní rizikovost daného podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu, r_m je průměrná výnosnost kapitálového trhu a vztah $(r_m - r_f)$ představuje rizikovou prémii kapitálového trhu.

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (3)$$

Pavelková a Knápková (2009, s. 170) uvádí, že za bezrizikovou úrokovou míru se obvykle doporučuje použít úrokovou míru desetiletých státních dluhopisů. Výnosnost trhu globálním akciovým indexem (např. PX50). Riziková premie je obvykle určena ratingem země, který určuje přírážku k základnímu riziku. Koeficient β udává citlivost investice vůči celému trhu, měří systematické riziko tak, že určuje, jak se průměrně změní cena akcie (v procentech), když dojde na trhu ke změně o 1 %. Hodnotu koeficientu β lze určit i náhradními odhady (metoda analogie) a to podle následujícího vzorce, ve kterém je zohledněn i vliv zadlužení. Parametr β_Z představuje koeficient β vlastního kapitálu u zadluženého podniku, β_N koeficient β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení, T je sazba daně z příjmů, CK označuje cizí kapitál a VK vlastní kapitál.

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - T) \times \frac{CK}{VK} \right) \quad (4)$$

Nevýhodami a omezeními tohoto modelu jsou podle uvedených autorek předpoklady, které tento model vyžaduje (dokonalé kapitálové trhy, všechna aktiva jsou obchodovatelná a mají stanovenou cenu, existuje bezriziková výpůjční a zápůjční sazba).

3.3.5 Stanovení nákladů na vlastní kapitál - Stavebnicový model

Podle Pavelkové a Knápkové (2009, s. 173) je podstatou stavebnicového modelu to, že se zde vychází z bezrizikové úrokové míry, ke které se přičítají určité rizikové přírážky, které vycházejí z posouzení rizik trhu, rizik oboru podnikání, výrobních rizik, finančních rizik, stupně diversifikace, rizik managementu či organizační struktury a dalších. Tento model tak zahrnuje vedle systematického rizika i to nesystematické.

Mařík et al. (2011, s. 236) uvádí, že existuje více variant stavebnicové metody, přičemž záleží na tom, jak jsou definovány hlavní rizikové faktory. Snahou je zachytit co nejvíce dílčích rizik, která je vhodné do diskontní míry promítnout. Jednou z nejjednodušších stavebnicových metod je stanovení rizikové přírážky pouze na základě součtu obchodního a finančního rizika, což je však na druhou stranu velmi nesnadné zjistit.

Neumaierová a Neumaier (2002, s. 56) definují následující stavebnicový model propočtu nákladů na vlastní kapitál r_e , kde r_f je výnosnost bezrizikového aktiva, r_{LA} je riziková přírážka za nižší likvidnost (prodejnost) akcie na trhu, kterou ovlivňuje, zda je firma obchodovaná, jaká je její velikost a velikost vlastněného podílu, r_{podnik} představuje rizikovou přírážku za podnikatelské (obchodní) riziko a $r_{finanční}$ (r_{fin}) je rizikovou přírážkou za finanční riziko. Tento model stanovení nákladů na kapitál využívá pro statistické účely i Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{fin} \quad (5)$$

V následujících kapitolách budou popsány jednotlivé metody oceňování, přičemž hlavní pozornost bude soustředěna především na metody oceňování založené na analýze výnosů, které budou využity v praktické části této práce.

4 METODY OCEŇOVÁNÍ ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSŮ

Marek et al. (2006, s. 526) uvádí, že metody oceňování založené na analýze výnosů jsou z pohledu ekonomické teorie považovány za nejsprávnější, avšak v praxi je jejich hlavním nedostatkem obtížnost získání spolehlivých dat o budoucnosti. Tyto metody jsou založeny na poznatku, že ekonomická hodnota aktiva závisí na příjmech, které v budoucnu z tohoto aktiva poplynou. Budoucí příjmy je však nutné před jejich sečtením diskontovat a tím je převést na současnou hodnotu k datu ocenění. Je zřejmé, že rozhodující význam při převádění příjmů na současnou hodnotu má stanovená diskontní míra.

Mezi nejznámější výnosové metody patří podle Marka et al. (2006, s. 526) následující:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda založená na ekonomické přidané hodnotě (EVA).

Podle Maříka et al. (2011, s. 163 – 164) pro všechny výnosové metody bude platit, že pokud jsou kalkulovány v cenách k datu ocenění, tedy ve stálých cenách, používáme reálnou diskontní mírou (očištěnou o inflaci). Pokud jsou výnosy vyjádřeny v jejich budoucí nominální výši, tedy v běžných cenách, pak je nutné, aby diskontní míra byla také nominální (včetně inflace). Důležitá je také kategorie hledané hodnoty, které by měla odpovídat povaha výnosů. Při stanovování tržní hodnoty se zajímáme o výnosy, které u podniku očekává příslušný trh. Při investičním oceňování je podstatné, jaké výnosy očekává konkrétní investor. U objektivizovaného ocenění se jedná o výnosy, které budou z dnešního hlediska dosaženy s vysokou pravděpodobností a které jsou nesporné a doložitelné. Co se týká kalkulací daní, buď nekalkulujeme s žádnými daněmi z příjmů, nebo se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti anebo se zdaněním na úrovni společnosti i individuálního investora.

4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní výnosovou metodou. Vyskytuje se v několika variantách, jejichž podstatou je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku neboli hodnotu vlastního kapitálu. Dle Maříka et al. (2011, s. 165) se jedná o tyto varianty:

- metoda „entity“ – entita označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“ – equity = vlastní kapitál,
- metoda „APV“ – jde o upravenou současnou hodnotu (Adjusted Present Value).

Mařík et al. (2011, s. 165) uvádí, že rozdíl mezi metodou DCF entity a DCF equity spočívá v tom, že u **metody DCF entity** se diskontují peněžní toky, které jsou k dispozici vlastníkům, ale i věřitelům podniku, a získá se tak hodnota podniku jako celku (brutto hodnota). Následně je nutné odečíst od této hodnoty hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění, čímž se získá hodnota vlastního kapitálu (netto hodnota). U **metody DCF equity** se vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku a jejich diskontováním tedy získáváme přímo hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto). U **metody DCF APV** se nejdříve zjišťuje hodnota podniku jako celku a to jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Následně se opět odečte hodnota cizího kapitálu a zůstane hodnota vlastního kapitálu.

Po diskontování budoucích peněžních toků metodou DCF entity získáváme hodnotu podniku jako celku. Mařík et al. (2011, s. 165) uvádí, že podnik jako celek je chápán na úrovni investovaného kapitálu, nikoliv na úrovni bilanční sumy.

4.1.1 Investovaný kapitál

V návaznosti na předchozí odstavec je zřejmé, že stanovení výše investovaného kapitálu je jedním ze stěžejních kroků celého ocenění, stejně tak jako stanovení diskontní míry, která vypovídá o nákladech na kapitál a měla by vyjadřovat náklady právě na tento investovaný kapitál. Mařík et al. (2011, s. 166) uvádí, že abychom mohli určit výši investovaného kapitálu, je potřeba provést určité úpravy v rozvaze. Jedná se o úpravy bilanční sumy spočívající v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná a další úpravy vycházejí z nutnosti stanovit náklady na tento investovaný kapitál.

4.1.2 Volné peněžní toky

Podle Pavelkové a Knápkové (2009, s. 23) volné cash flow (FCF) představuje peněžní toky, které jsou vytvářeny provozní a investiční činností podniku v daném období. Jedná se o volné peněžní prostředky v hotovosti, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům podniku. Volné peněžní toky získáme odečtením investic do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného) od provozního cash flow.

4.1.3 Peněžní toky pro metodu DCF entity

Provozní peněžní toky vycházejí z produkce peněz v podniku. K dosažení určité výše peněžních toků v budoucnu jsou potřeba investice, které je nutné odečíst. Pokud jsou provedeny tyto kroky, výsledkem je tzv. volné cash flow (free cash flow - FCF). Mařík et al.

(2011, s. 170) uvádí schéma výpočtu volného peněžního toku (viz příloha P XVIII), který je vždy východiskem u metody DCF. Uvádí, že u metody DCF používáme obvykle označení peněžní toky do firmy (pro vlastníky a věřitele), tedy FCFF (free cash flow to firm).

4.1.4 Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF

Pro výpočet FCFF je důležité stanovit korigovaný provozní výsledek hospodaření. Do korigovaného výsledku hospodaření by podle Maříka et al. (2011, s. 171) měly být započítány náklady na cizí kapitál, abychom zjistili zisk a cash flow, které je k dispozici pro vlastníky a věřitele. Naopak by se měly odečíst různé jednorázové položky, tak aby zde nebyly zahrnuty výsledky hospodaření, které mají mimořádný charakter. Neměly se opomenout vyřadit také výnosy a náklady, které souvisí s provozně nenutným majetkem, stejně jako výnosy a náklady, které nejsou spojeny s hlavní provozní činností.

4.1.5 Investice pro výpočet FCFF

Podle Maříka et al. (2011, s. 175) lze zjistit investice nutné k výpočtu volného peněžního toku z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Investovaný kapitál představuje velikost provozně nutného majetku vyjádřenou ke konci roku v zůstatkových hodnotách majetku.

Mařík et al. (2011, s. 177) uvádí i postup stanovení odhadu výnosové hodnoty podniku:

1. Určení celkové hodnoty podniku (brutto hodnota) – celkovou hodnotou se zde rozumí výnosová hodnota investovaného kapitálu.
2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu – od celkové provozní hodnoty podniku je odečtena hodnota úročených dluhů k datu ocenění, k provozní hodnotě vlastního kapitálu nakonec přičteme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění.

V praxi uvažujeme neomezené trvání podniku a pro dlouhé období je téměř nemožné plánovat peněžní toky v jednotlivých letech, proto používáme v praxi tzv. dvoufázovou metodu, případně je možné použít i třífázovou.

4.1.6 Dvoufázová metoda výpočtu hodnoty podniku

Mařík et al. (2011, s. 178) uvádí, že budoucí období je rozděleno na dvě fáze, přičemž v první fázi je oceňovatel schopen prognózovat volné peněžní toky v jednotlivých letech a pro druhou fázi se určí tzv. pokračující hodnota. Délka první fáze tedy většinou odpovídá období, pro které jsou zpracovány plány vedením podniku. Je však velmi důležité, aby

oceňovatel věnoval těmto plánům značnou pozornost a stanovil délku první fáze spíše na základě svého uvážení. Výpočet hodnoty podniku (brutto) podle dvoufázové metody je uveden níže, přičemž T představuje délku první fáze v letech, PH představuje pokračující hodnotu a i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC.

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (6)$$

Podle Maříka et al. (2011, s. 183) pro druhou fázi podnik obvykle předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota představuje současnou hodnotu nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků v jednotlivých letech druhé fáze. Pokračující hodnotu lze získat například za pomoci **Gordonova vzorce**, ve kterém představuje T poslední rok prognózovaného období, i_k kalkulovanou úrokovou míru, g předpokládané tempo růstu FCFF během druhé fáze a $FCFF$ volný peněžní tok do firmy. Předpokladem je, že kalkulované úroková míra je větší než předpokládané tempo růstu FCFF.

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (7)$$

Další možností stanovení pokračující hodnoty (PH) je podle Maříka et al. (2011, s. 186) použití **parametrického vzorce**, který je založen na dvou faktorech, jimiž jsou tempo růstu $KPVH$ snížených o upravené daně a očekávaná rentabilita čistých investic (r_I), která se vypočte jako podíl přírůstku provozního zisku po daních a přírůstku investovaného kapitálu v předchozím roce. Model pro pokračující hodnotu má pak následující podobu:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (8)$$

Marek et al. (2011, s. 534) uvádí následující vzorec pro výpočet hodnoty podniku:

$$H = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(i_k - g)} \cdot (1+i_k)^{-T} \quad (9)$$

4.1.7 Třífázová metoda výpočtu hodnoty podniku

Podle Maříka et al. (2011, s. 200) je možné budoucí vývoj podniku rozdělit i na tři fáze, kdy rozlišují fázi rychlého růstu, fázi přechodnou, kdy se růst zpomaluje a poslední období stability, kdy je pokračující hodnota počítána jako perpetuita. Uvádějí následující vzorec,

kde g představuje stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi, $T1$ počet let rychlého růstu a $T2$ součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu.

$$H = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \cdot (i_k - g)} \quad (10)$$

4.1.8 Peněžní toky pro metodu DCF equity

Mařík et al. (2011, s. 205) uvádí, že podstatné je, že při použití metody equity se využívají volné peněžní toky pro vlastníky, a proto získáme výpočtem přímo hodnotu vlastního kapitálu. Volné peněžní toky pro vlastníky vypočítáme podle schématu uvedeného v příloze P XVIII.

Takto získané peněžní toky jsou pak diskontovány diskontní mírou pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu, takže výsledkem výpočtu je výnosová hodnota vlastního kapitálu. Mařík et al. (2011, s. 206) uvádí následující vzorec výpočtu hodnoty podniku, kde i_k je úroková míra na úrovni vlastního kapitálu při určité míře zadlužení podniku a g je očekávané tempo růstu FCFE ve druhé fázi.

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (11)$$

4.1.9 Odhad tempa růstu g

Tempo růstu je jedním z velmi důležitých parametrů při výpočtech hodnoty podniku. Podle Kislingerové (2001, s. 203) existují tři základní přístupy ke stanovení tempa růstu. Jedná se o odvození od historických dat, od vnitřních parametrů fungování podniku anebo od kvalifikovaného názoru analytika.

Podle Kislingerové (2001, s. 203 - 204) podstata odhadu parametru g **na základě historických růstových měr** spočívá v práci s časovou řadou 3 - 5 let a jeho odvození na základě těchto historických dat. Při práci s nimi je důležité určit délku historického období, která bude zkoumána, a zda bude budoucí růstová míra určena jako prostý aritmetický průměr, medián nebo se bude jednat o tzv. složenou míru růstu, která v podstatě představuje geometrický průměr. Poslední zmíněný způsob je v praxi považován pro svoji opatrnost za nejvhodnější, protože výsledné hodnoty růstu jsou obvykle nižší než při použití prostého průměru. Využít zde lze i složitějších matematicko-statistických aparátů (lineární regrese, logaritmicke-lineární modely, modely časových řad, Box-Jenkinsovy modely). Získanou

predikci parametru je vždy následně nutné ověřit porovnáním s vývojem makroekonomického prostředí či srovnatelných podniků.

Odvození tempa růstu od **vnitřních předpokladů podniku** představují podle Kislingerové (2001, s. 205 - 210) dva přístupy, které úzce souvisí s finanční situací podniku. Jedná se o propočet parametru na základě rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru, čímž je získána vnitřní míra růstu a o propočet parametru g na základě rentability vlastního kapitálu a kapitálové struktury podniku, čímž je získána tzv. udržitelná míra růstu. Vnitřní míra růstu vypovídá o maximálním růstu podniku, při kterém není nucen zajišťovat dodatečné cizí zdroje. To znamená, že v čase dochází k poklesu zadluženosti podniku. Dalším způsobem stanovení parametru g je využití **názoru analytika**, který na základě minulého a současného vývoje podniku, znalosti konkurenčního prostředí a situace v odvětví a celé ekonomice, předloží svůj názor na budoucí vývoj.

4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Podle Kislingerové (2001, s. 153 - 154) je metoda kapitalizovaných čistých výnosů nejjednodušším a základním modelem pro oceňování podniku. Právě proto v praxi naráží ale na spoustu problémů, které si vyžadují spoustu jeho úprav. Podstatou metody kapitalizovaných čistých výnosů je to, že vychází z údajů o minulé výkonnosti podniku a hodnotu podniku lze odvodit od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Hodnota podniku se pak vypočte jako podíl trvale dosažitelného zisku odvozeného od minulého respektive budoucího vývoje a míry kapitalizace (ve jmenovateli). Pro možnost využití tohoto modelu však existují základní teoretické předpoklady. Především je to předpoklad nekonečně dlouhé doby trvání podniku, důvěrná znalost minulých výsledků podniku, kdy by se měl oceňovatel velmi podrobně seznámit s výkazy zisku a ztráty alespoň 3 – 5 let zpět a předpokládají se také investice pouze do výše odpisů. V případě, že podnik uvažuje vyšší investice, počítá se s navýšením vlastního jmění podniku.

Kislingerová (2001, s. 155) také uvádí, že z analýzy výkazů zisku a ztráty je nutné stanovit tzv. trvale udržitelný zisk, který je v podstatě čerpán z údajů účetnictví, ale tyto je třeba podrobit určitým korekcím. Je nutné prověřit, zda podnik v minulosti věnoval dostatečnou pozornost věcným předpokladům podnikatelské činnosti (dodržování plánu oprav a údržby aktiv). Důležité je taktéž prověření uplatňovaných způsobů odpisování. Úpravy se týkají i vyloučení mimořádných výnosů a výnosů, které nesouvisejí s hlavním předmětem činnosti podniku a také zahrnutí vlivů, které vznikly v souvislosti s používanými účetními metoda-

mi. Vzorec pro výpočet trvale dosažitelného zisku (TDZ) je uveden níže, přičemž Z_i odpovídá velikosti zisku v daném období i , q_i je váhou v období i a i je celkový počet období. Pokud je použito plánovaného zisku, je vhodné přiřadit těm vzdálenějším v budoucnosti nižší váhu.

$$TDZ = \frac{\sum_{i=1}^n Z_i \cdot q_i}{\sum q_i} \quad (12)$$

4.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (EVA) se v současné době stále častěji uplatňuje v ekonomické praxi. Tuto veličinu lze využít nejen při finančním řízení, ale i při oceňování podniku. Podle Maříka et al. (2011, s. 284) se jedná o ukazatel výnosnosti, který má však oproti běžně používaným ukazatelům rentability jisté výhody, protože není založen na účetním hospodářském výsledku, ale na tzv. ekonomickém zisku. Ekonomický zisk zahrnuje nejen běžné náklady podniku, ale i náklady kapitálu. Ukazatel EVA tedy představuje čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu, vlastního i cizího.

Koller, Goedhart, Wessels a Copeland (2005, s. 63) uvádí, že v modelu ekonomického zisku je hodnota podniku rovna součtu hodnoty investovaného kapitálu a prémie v podobě sumy hodnot vytvořených podnikem v jednotlivých letech diskontovaných na současnou hodnotu. Výhodou modelu ekonomického zisku oproti modelu DCF je, že ekonomický zisk je užitečným měřítkem a nástrojem k porozumění podnikové výkonnosti v jednotlivých letech, zatímco pro cash flow toto neplatí. Je obtížné vysledovat růst podniku porovnáním současného a plánovaného volného cash flow, protože volné cash flow je v každém roce ovlivňováno výší investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Management podniku je schopen jednoduše vylepšit volné cash flow v daném roce prostřednictvím odložení investic na úkor dlouhodobé tvorby hodnoty podniku. Ekonomický zisk měří hodnotu vytvořenou podnikem během určitého časového období.

Vzorec pro výpočet EVA podle Maříka et al. (2011, s. 284) je uveden níže, přičemž NOPAT (net operating profit after taxes) odpovídá hodnotě zisku z operační činnosti podniku po dani, NOA (net operating assets) představuje kapitál vázaný v aktivech, která slouží pro operační činnost podniku a WACC představují průměrné vážené náklady kapitálu.

$$EVA = NOPAT - NOA \times WACC \quad (13)$$

Podle Pavelkové a Knápkové (2009, s. 58 - 62) je pro určení NOA nutné provést několik úprav aktiv, přičemž se vychází z rozvahy. V prvé řadě je nutné aktivovat položky, které v rozvaze chybí (např. náklady na reklamu, vzdělávání, výzkum a vývoj, pronajatý majetek formou leasingu aj.), následně je potřeba naopak vyřadit aktiva, který podnik nevyužívá ke své hlavní provozní činnosti (např. dlouhodobý finanční majetek, nedokončené investice aj.). Takto upravená aktiva je nutné dále snížit o pasiva, která nenesou náklad (např. krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení, neúročené dlouhodobé závazky aj.). Stejně tak je třeba získat různými úpravami i NOPAT. Pro stanovení čistého operativního zisku lze vycházet např. z výsledku hospodaření z běžné činnosti. V tom případě je nutné přičíst placené úroky z finančních nákladů, tak aby byly v podstatě vyloučeny. Dále je nutné vyloučit mimořádné položky (prodej DM, mimořádné odpisy apod.), výnosy z nepotřebných aktiv, náklady na výzkum a vývoj, na vzdělání zaměstnanců, reklamu apod., finanční výnosy a náklady spojené s neoperativním DFM a naopak je nutné započítat odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů. NOPAT je nutné i snížit o upravenou daň.

Podle Maříkové a Maříka (2001, s. 54) má i metoda založená na parametru EVA několik variant. Stejně jako u metody DCF se jedná o metodu entity, metodu equity a metodu APV. Pro výpočet je obvykle volena opět dvoufázová metoda, ve které se objevuje i tzv. tržní přidaná hodnota (market value added – MVA). Jedná se o současnou hodnotu budoucích EVA. Vzorec pro použití metody oceňování založené na EVA je uveden níže, přičemž H_n zde představuje hodnotu vlastního kapitálu podniku, EVA_t hodnotu EVA v daném roce t , NOA_0 jsou čistá operativní aktiva k datu ocenění, NOA_{t-1} jsou čistá operativní aktiva ke konci předchozího roku, $NOPAT_t$ operativní výsledek hospodaření po dani v roce t , T je počet let explicitně plánovaných EVA, $WACC$ průměrné vážené náklady na kapitál, D_0 představuje hodnotu úročených dluhů k datu ocenění, A_0 hodnotu neoperativních aktiv k datu ocenění.

$$H = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (14)$$

Mařík et al. (2011, s. 298) doplňují, že pokud při použití metody ocenění založené na EVA a metody DCF budou použity stejné průměrné vážené náklady na kapitál, stejný zisk, tedy výpočet volných peněžních toků u metody DCF bude vycházet z NOPAT a investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF bude stejný jako NOA u metody EVA, měly by se výsledné hodnoty podniku v obou případech sobě rovnat.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.

Společnost XY, s. r. o. má za sebou v současnosti téměř dvacetiletou historii. Při svém vzniku vsadila na úzkou specializaci, která na území České republiky není předmětem velké konkurence, ale postupem času se tato úzká specializace stále rozšiřuje.

Hlavním předmětem podnikání společnosti je výrobní činnost v oblasti elektronické tlakoměrné techniky. Jedná se o výrobky pro řídicí a měřicí procesy jako např. tlakové senzory, snímače tlaku, elektronické tlakové spínače, hydrostatické ponorné sondy aj. Vyvíjí a vyrábí snímače tlaku a výšky hladiny kapalin a to v mnoha různých typech a speciálních variantách podle přání zákazníka. Individuální přístup ke klientům a respektování jejich potřeb považuje společnost za rozhodující faktor svého úspěchu.

Kvalita výrobků je základním principem činnosti firmy. Využívá moderní vybavení ve vývoji i výrobě. Kvalitu výroby podtrhují náročně vybudované podmínky zahrnující získání certifikace ISO 9001, akreditovanou a autorizovanou kalibrační laboratoř, EMC - laboratoř pro testy v souladu s normami Evropské unie či nejmodernější CNC - výroba.

Hlavním posláním společnosti je vyrábět kvalitní výrobky tlakoměrné techniky včetně servisu a poradenství a zaměstnávat vysoce kvalifikované pracovníky při maximální prosperitě společnosti. Důslednou strategií výroby a kvality se společnosti podařilo v průběhu několika málo let dosáhnout postavení významného producenta elektronické tlakoměrné techniky v celosvětovém měřítku. Společnost je také velmi aktivní v oblasti výzkumu a vývoje. Probíhá zde plnění vědecko-výzkumných úkolů v rámci schválených projektů.

Společnost XY, s. r. o. je centrálou ve východní Evropě a v Německu sídlí její sesterská společnost, centrála pro západní Evropu. Společnost má přímé výrobní a obchodní zastoupení již ve většině zemí střední Evropy, Rusku, Číně a svoji působnost dále rozšiřuje.

Společnost je značně exportně orientovaná, protože téměř 80 % své produkce vyváží do zahraničí. Jedná se o různé země jako Rusko, Litvu, Estonsko, Finsko, Norsko, Dánsko, Nizozemsko, ale zejména o Německo, do kterého směřuje převážná část exportu a ze kterého je však většina této produkce opět prodávána do různých zemí světa.

Počet zaměstnanců společnosti postupně rostl během celé její historie s tím, jak se rozvíjely její výrobní aktivity, a během posledních let kolísá kolem 110 zaměstnanců.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Pro kvalitní ocenění je nutné získat dostatečné množství relevantních informací nejen o podniku, ale zejména o prostředí, ve kterém podnik funguje, tedy o makroekonomickém prostředí a odvětví (mikroprostředí). Postup shromažďování informací obvykle začíná makroekonomickou analýzou, pokračuje analýzou odvětví a finanční analýzou podniku. Cílem strategické analýzy je posouzení perspektiv podniku, tedy jeho celkového výnosového potenciálu. Snahou je vymezit a analyzovat relevantní trh, prognózovat jeho budoucí vývoj, analyzovat konkurenci a vnitřní potenciál podniku, zhodnotit perspektivnost podniku a zejména vše završit prognózou tržeb podniku.

6.1 Makroekonomické prostředí

Následující údaje vycházejí z aktuálního vydání dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí ČR v lednu letošního roku 2012 a také z predikcí České národní banky.

Budoucí vývoj české ekonomiky bude v horizontu predikce z velké části záviset na vývoji v eurozóně a na schopnosti domácí ekonomiky se s těmito událostmi vypořádat. V centru pozornosti jsou již dlouhou dobu problémy solventnosti Řecka. Obavy rovněž vzbuzují velké ekonomiky jižní části eurozóny, hlavně Itálie. Schopnost politické reprezentace tento stav efektivně řešit byla ohodnocena snížením ratingu většiny států eurozóny. Na druhé straně byly nervozita finančních trhů a vzrůstající nedostatek likvidity zmírněny mimořádnými opatřeními Evropské centrální banky. Makroekonomická predikce je spojena s obrovskou nejistotou a riziky a proto lze počítat s mírným zhoršením očekávaného vývoje. Jako hlavní rizika tu lze spatřovat řízený či neřízený default některé země eurozóny, nutnost přijetí pomoci některou z velkých zemí eurozóny, ohrožení stability bankovního sektoru eurozóny či odchod jedné nebo několika zemí z eurozóny. Kterákoliv z těchto událostí může nastat izolovaně i v kombinaci s ostatními. Trvání dluhové krize by mohlo přesáhnout horizont predikce. Česká republika není z hlediska dluhové krize rizikovou zemí. Trajektorie fiskální konsolidace je finančními trhy vnímána jako důvěryhodná, což se odráží v nízkých výnosech státních dluhopisů. Finanční sektor je stabilní, likvidní a dobře kapitalizovaný. Vzhledem k velké otevřenosti ekonomiky je však velmi pravděpodobný zásadní dopad případných negativních externích šoků. Proto v současné situaci nelze vyloučit ani možnost opakování recese v podobě z přelomu let 2008 a 2009. (MF ČR, 2012)

6.1.1 Ekonomický výkon

Ekonomický výkon stále ještě nedosáhl úrovně před recesí na přelomu let 2008 a 2009. Za celý rok 2011 MF odhaduje, že se růst zpomalil na 1,8 %. Další vývoj je velmi nejistý. Ekonomický růst bude zřejmě dusit pesimismus, ztráta důvěry a obavy z dopadů dluhové krize eurozóny, které se projeví v opatrnějším mikroekonomickém rozhodování, a tedy i v poklesu hrubých domácích výdajů. Rovněž fiskální konsolidace se na růstové dynamice projeví negativně. Pro rok 2012 MF očekává, že stagnace bude pokračovat. V roce 2013 by mohlo dojít k zotavení na úroveň 1,6 %. Rizika jsou výrazně vychýlena směrem dolů a to zejména v případě zostření dluhové krize v eurozóně vlivem některé nepříznivé události. Zhoršení směnných relací vedlo k tomu, že reálný hrubý domácí důchod, který odráží důchodovou situaci české ekonomiky, rostl pomaleji než HDP. Důchodová situace českých ekonomických subjektů tak zaostává za růstem výkonu. V roce 2012 by měl se stagnací výkonu a dalším zhoršením směnných relací ještě poklesnout. Pro rok 2013 MF očekává růst o 1,2 %. (MF ČR, 2012)

6.1.2 Měnová politika a úrokové sazby

K naplnění cíle cenové stability využívá ČNB režim cílování inflace. Primárním nástrojem je limitní úroková sazba pro 2T repo operace, která koncem roku 2011 činila 0,75 %, což lze z dlouhodobého pohledu označit za velmi nízkou hodnotu. Průměrná hodnota 3M sazby PRIBOR se ve 4. čtvrtletí 2011, obdobně jako v průběhu celého roku, držela na úrovni 1,2 %. Pro rok 2012 MF počítá s nepatrným snížením na 1,1 % a na rok 2013 očekává mírné navýšení na 1,3 %. Dlouhodobé úrokové sazby by měly letos stagnovat nad 3 % a jejich pozvolné zvyšování se předpokládá až v roce 2013. Výši průměrných výnosů do splatnosti 10R státních dluhopisů odhaduje MF pro rok 2012 ve výši 3,4 % a pro rok 2013 ve výši 3,6 %. (MF ČR, 2012)

Úrokové sazby z vkladů a úvěrů reagují na vývoj mezibankovních sazeb se zpožděním. Předpokládá se, že průměrné sazby z úvěrů nefinančním podnikům budou letos ovlivněny napětím na finančních trzích a dosáhnou 4,1 %. Pro rok 2013 se pak v souvislosti s mírným zvyšováním mezibankovních sazeb počítá s jejich dalším růstem na 4,4 %. (MF ČR, 2012)

6.1.3 Míra inflace

Průměrná míra inflace v roce 2011 dosáhla 1,9 %. V roce 2012 by měla činit 3,2 % při zvýšení cen v průběhu roku o 2,3 %. Meziroční růst cen by se měl v 1. pololetí pohybovat

okolo 3,5 %. Příspěvky tržního růstu cen k meziroční inflaci se očekávají během roku 2012 kladné. Prognóza pro rok 2013 vychází z předpokladu sjednocení sazeb DPH na 17,5 % od 1. 1. 2013. Průměrná míra inflace by se měla pohybovat okolo 1,5 % při zvýšení cen v průběhu roku o 1,7 %. Výhled na roky 2014 a 2015 počítá s průměrnou mírou inflace v těsné blízkosti 2% cíle ČNB. (MF ČR, 2012)

6.1.4 Směnné kurzy

Mírné oslabení volně plovoucího kurzu české koruny v minulém roce vnímá MF pozitivně, protože může pomoci exportérům lépe se vyrovnat s očekávaným zpomalením zahraniční poptávky, zatímco riziko zrychlení inflace vlivem slabšího kurzu zatím není považováno za významné. V případě zhoršení situace problémových zemí eurozóny by pravděpodobně došlo ke zvýšení volatility a výrazným pohybům kurzu oběma směry. (MF ČR, 2012)

Protože společnost velkou část své produkce exportuje do zahraničí, je pro ni vývoj kurzu eura důležitým faktorem. Aktuální předpovědi vývoje kurzu CZK/EUR zahrnují značnou nejistotu. Vývoj kurzu CZK/EUR (průměr) od roku 2005 do roku 2011 a prognóza ČNB pro období let 2012 a 2013 jsou zachyceny v následující tabulce (Tab. 1).

Tab. 1. Vývoj směnného kurzu CZK/EUR (ČNB, 2012)

rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CZK/EUR	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	24,9	24,3

6.1.5 Míra nezaměstnanosti

Nová legislativní opatření by v následujícím období měla přispět ke snižování počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání. Průměrná míra nezaměstnanosti se za rok 2011 snížila na 6,7 %. Očekává se však, že se nezaměstnanost v tomto a příštím roce mírně zvýší, a to na 7,0 % v roce 2012 a 7,2 % v roce 2013. (MF ČR, 2012)

6.1.6 Vztahy k zahraničí

Vnější nerovnováha, vyjádřená poměrem salda běžného účtu k HDP, dosáhla ve 3. čtvrtletí 2011 v ročním vyjádření -2,5 %, meziročně se tak zlepšila. Kromě bilance služeb se zlepšily všechny položky běžného účtu. V letech 2012 a 2013 by se dopady evropské dluhové krize na reálnou ekonomiku partnerských zemí měly projevit zpomalením růstu exportních trhů. Předpokládá se také pokles exportní výkonnosti, která indikuje podíl objemu českého zboží na zahraničních trzích. V letech 2012 a 2013 očekáváme zpomalení temp růstu ob-

chodu a při předpokládaném předstihu vývozu před dovozem zvýšení přebytku obchodní bilance na 3,3 % HDP. Od poloviny roku 2010 se zvyšovaly příjmy i výdaje bilance služeb, výdaje však rostly rychleji než příjmy, a přebytek této položky běžného účtu se tudíž snižoval. Saldo za rok 2011 se odhaduje na 1,8 % HDP, v tomto a příštím roce by pak bilance služeb měla skončit v přebytku 1,7 % HDP. Schodek bilance výnosů, která zahrnuje reinvestované zisky zahraničních investorů, vykazoval jen slabou tendenci k růstu. V uvedených souvislostech MF odhaduje, že v roce 2011 dosáhl poměr salda běžného účtu k HDP $-1,9$ %. V následujících letech očekává stabilitu na obdobné úrovni. Predikce na rok 2012 činí $-1,6$ % HDP a na rok 2013 pak $-1,7$ % HDP. Schodek běžného účtu v tomto rozsahu nezakládá žádná rizika pro makroekonomické nerovnováhy. (MF ČR, 2012)

6.2 Vymezení relevantního trhu

Vymezení relevantního trhu je jedním ze zásadních kroků strategické analýzy. Z volby relevantního trhu vychází prognóza dalšího vývoje tohoto trhu. Spolu s analýzou vnitřního potenciálu podniku jsou pak základem pro zhodnocení perspektivnosti podniku a prognózu budoucího vývoje tržeb.

6.2.1 Stručná charakteristika odvětví

Společnost XY, s. r. o. lze podle Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) zařadit do sekce C - Zpracovatelský průmysl, oddílu 26 - Výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení a do skupiny 26.5 - Výroba měřicích, zkušebních a navigačních přístrojů; výroba časoměrných přístrojů. Následující charakteristika vychází z údajů MPO ČR (MPO ČR, 2012).

Oddíl elektrotechnického průmyslu je jedním z nejvýznamnějších a rozhodujících oddílů zpracovatelského průmyslu a zaujímá výrazné postavení v hospodářství České republiky. Soustřeďuje se zde velké množství skupin a celková obchodní, kapitálová i výrobní provázanost dělá z elektrotechnických koncernů velice silné společnosti. Elektrotechnický průmysl, který je významným dodavatelem pro ostatní průmyslové oddíly (zejména automobilový průmysl a strojírenství), je velmi citlivý na výkyvy hospodářského cyklu. Produkce elektrotechnického průmyslu se skládá ze širokého spektra výrobků. Výrobní sortiment oddílu CZ-NACE 26 obsahuje výrobu počítačů, periferních zařízení, komunikačních zařízení a podobných elektronických výrobků. Pro výrobní procesy této divize je charakteristické použití integrovaných obvodů a použití vysoce specializovaných miniaturizovaných

součástí. Oddíl též zahrnuje výrobu spotřebitelské elektroniky, měřících, testovacích, navigačních a kontrolních zařízení, ozařovacích a jiných lékařských zařízení, optické přístroje a zařízení a výrobu magnetických a optických médií. V tomto oddílu zaujímá skupina 26.5 pouhý 5% podíl. Největší podíly zde představují skupiny 26.2 (Výroba počítačů a periferních zařízení - 51,4% podíl) a 26.4 (Výroba spotřební elektroniky - 26,2% podíl).

V Evropské unii tento oddíl průmyslu zahrnuje přibližně 200 tisíc podniků, většinou malých a středních. Konkurenceschopnost na světových trzích je dána v téměř všech skupinách oddílu tím, že je ovládají globální řetězce. Silnou stránkou je zaručený odbyt a slabou stránkou to, že o lokalizaci výroby rozhodují globální řetězce.

Elektrotechnický průmysl v Evropské unii má velký růstový potenciál. Na druhé straně je však spolu se strojírenským průmyslem tím odvětvím, které nejvíc postihly dopady světové hospodářské krize. Ta se projevila značným propadem výroby, tržeb, zaměstnanosti i dalších ukazatelů. Česká republika patří k těm zemím Evropské unie, ve kterých pozice elektrotechnického průmyslu, podle základních ukazatelů průmyslové výroby, vysoko překračuje průměr EU. Opětovně narůstá zájem o skupiny v České republice tradiční, zejména v oblasti silnoproudé elektrotechniky, měřící, automatizační a regulační techniky. Tyto obory jsou současným hospodářským děním ovlivněny nejméně a nalézají v nich uplatnění vysoce kvalifikovaní pracovníci.

Oddíl CZ-NACE 26 má v české ekonomice velmi silný růstový potenciál. Rozhodujícím faktorem růstu tohoto oddílu je vědeckotechnický výzkum a vývoj, který je každoročně podporován investicemi výrobních firem. Elektrotechnický průmysl je totiž oddílem, kde na rozdíl od ostatních tradičních oddílů zpracovatelského průmyslu, výrobní technologie zastarávají rychleji a proto má velkou budoucnost.

6.2.2 Kvalitativní vymezení relevantního trhu

Hlavní uplatnění nacházejí produkty společnosti v automatizačním průmyslu. Automatizace je oborem, který se velmi rychle vyvíjí, a proto je velmi obtížné přesně stanovit trendy jejího vývoje. Automatizace je jedním z nejdynamičtějších technických oborů. Je to mezioborová disciplína, která využívá nejmodernější mikroelektronické součástky a přebírá nejnovější výsledky z různých oborů, především z elektroniky a techniky počítačů, informatiky a komunikační techniky, ale i z měřící techniky, techniky pohonů a zabezpečovací techniky. Dnes je kvalitní a inteligentní řízení dostupné i pro běžné stroje, pomocné mechanismy, pro technologická i nevýrobní zařízení. Pro výrobní firmy představuje a čím dál

více bude představovat prostředek pro zvyšování konkurenceschopnosti. Proto všechny progresivní firmy plánují ještě výraznější zavádění automatizace. Automatizace se stále více prosazuje v nevýrobních procesech (malé vodní elektrárny, větrné elektrárny, využití solární energie, elektroinstalace, světelná technika, tepelná a chladicí technika, vzduchotechnika, klimatizace, manipulační a dopravní systémy, výtahy, automatické dveře, přístupové a sledovací systémy, technická diagnostika a zabezpečovací technika, automatické měřicí a monitorovací systémy, systémy dálkového ovládání, spotřební výrobky či vybavení automobilů a mnohé další). (XY, s. r. o., 2012)

a) Vymezení z hlediska produktu

Existuje zde velmi široká škála produktů, které mají pestré využití v mnoha různých oblastech. Obecně se jedná o průmyslové snímače tlaku, tlakové snímače pro hygienická zařízení, vestavné sondy pro měření výšky hladiny v technologických procesech, ponorné sondy, OEM tlakové snímače, elektronické tlakové spínače či zobrazovací a vyhodnocovací přístroje a další.

Standardní snímače tlaku - mají využití v obecné měřicí technice a technologických procesech, v pneumatických či hydraulických zařízeních, pracovních strojích a lisech, v technice životního prostředí, zdravotní technice, galvanice, chemickém a farmaceutickém průmyslu. *Speciální vysokotlaké snímače* - jsou koncipovány pro využití v hydraulických zařízeních za nejtěžších provozních podmínek (speciální výrobní zařízení či, lisy a vstřikovací lisy), hydraulické agregáty ve vozidlech, mobilní hydraulika, jeřáby, řezání vodním paprskem či ropný průmysl.

Speciální snímače velmi nízkých tlaků - mají využití v řízení technologických procesů, pneumatických kontrolních systémech, dále mohou sloužit pro systémy vytápění a chlazení, filtrační techniku monitoring tlaku.

Inteligentní snímače - jsou obvykle využívány tam, kde jsou vysoké požadavky na přesnost a stabilitu měření (laboratorní aplikace, měření tlaku při distribuci plynu, čističky odpadních vod, úpravný vod, měření hladiny v otevřených nádržích, monitoring spodních vod, měření hladiny na vodních tocích, přehradních nádržích) a obecně chemický, farmaceutický a potravinářský průmysl.

Diferenční snímače tlaku - pro vytápění, ventilace, klimatizace, lékařskou techniku, filtrační techniku, měření rychlosti proudění.

Speciální snímače s certifikací pro lodní výstroj - jsou konstruovány pro použití v nejtěžších provozních podmínkách, jaké panují na lodích (dieselové motory, kompresory, pum-

py, parní kotle, lodní pohony) nebo jsou to snímače pro měření tlaku v otevřených nádržích, nádržích na užitkové a odpadní vody či pro měření hladiny mořské vody.

Ponorné sondy - slouží pro monitoring spodních vod, měření hladiny ve studních, otevřených nádržích, v čističkách odpadních vod a úpravnách vody a obecně opět v chemickém a farmaceutickém průmyslu.

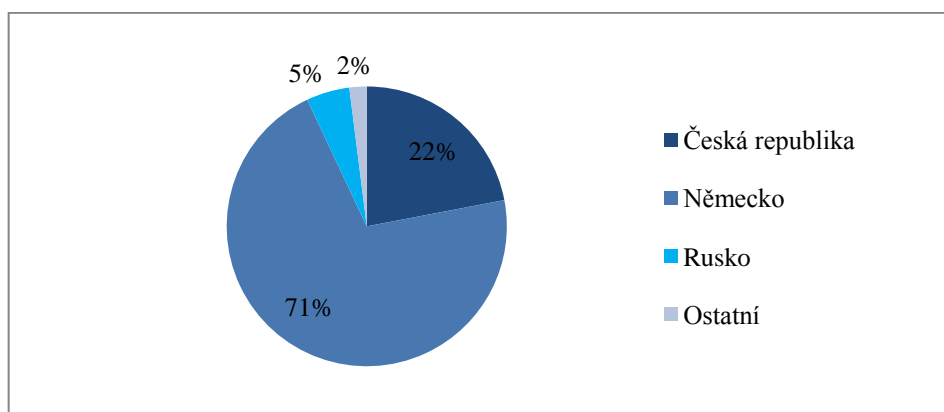
Vestavné sondy - slouží pro měření výšky hladiny v agresivních médiích jako jsou kyseliny a louhy, chemický, farmaceutický průmysl, lékařská technika, papírenský průmysl.

Speciální senzory s hygienickým provedením - jsou vyráběny pro potravinářský a farmaceutický průmysl, biotechnologie.

Tlakové spínače - pro využití v pneumatických a vakuových zařízeních, do strojírenského průmyslu, měřicí a automatizační techniky, hydrauliky. (XY, s. r. o., 2012)

b) Vymezení z hlediska území

Vymezení relevantního trhu velice komplikuje skutečnost, že společnost exportuje téměř 80 % své produkce do zahraničí. Je to zejména do Německa, kde sídlí její sesterská společnost, přes kterou jsou výrobky prodávány do různých zemí světa, kde nacházejí uplatnění v rozmanitých oblastech průmyslu. Z následujícího obrázku (Obr. 2) lze vidět, do kterých zemí a v jakém objemu byla produkce společnosti exportována v roce 2011. Tato struktura byla i v minulých letech velmi obdobná. Mezi ostatními zeměmi je především Finsko, Norsko, Dánsko, Nizozemsko, Litva a Estonsko, ale i mnohé další.



Obr. 2. Struktura exportu produktů společnosti podle zemí v roce 2011
(vlastní zpracování dle údajů společnosti XY, s. r. o.)

c) Vymezení z hlediska zákazníků

Na tomto trhu existují různé druhy zákazníků od individuálních kupujících, přes malé a střední podniky až po velké společnosti či samotný stát a jeho územně samosprávné celky.

Na tomto trhu se objevuje spousta velkoobchodů a projekčních organizací, které následně dané produkty zprostředkovávají spolu s mnoha dalšími potřebnými produkty koncovým zákazníkům a to kompletně v rámci poskytnutí určité služby, určitého řešení jejich individuálních požadavků, zakázek či projektů.

d) Vymezení z hlediska konkurentů

V rámci České republiky se společnost XY, s. r. o. zaměřuje na výrobu elektronické tlakoměrné techniky, přičemž zde zaujímá téměř dominantní postavení (80% podíl) ve výrobě snímačů tlaku. V zahraničí je konkurence daleko větší, ovšem její postavení na trzích ve východní Evropě je velmi dobré. Co se týká její sesterské společnosti v Německu a konkurence na západních trzích, tam lze konkurenčních výrobců najít mnohem více. Společnost odhaduje, že tržní podíl její sesterské společnosti v Německu je zhruba 10%. Tržní podíl společnosti v České republice je limitován ve výrobě snímačů omezenou kapacitou tohoto trhu a konkurencí. Společnost se domnívá, že tržní podíl ve třídě senzorů tlaku je možné do budoucna zvýšit. V České republice lze najít spíše společnosti, které tlakoměrnou techniku prodávají jako výhradní zástupci zahraničních firem (Bernako, s. r. o., Ramses - sdružení, HAGAS servis s. r. o.), ale lze zde najít i takové společnosti, které mají vlastní výrobu tlakoměrné techniky, avšak v mnohem menším rozsahu (DataCon MSI, s. r. o.).

6.2.3 Atraktivita relevantního trhu

V níže uvedené tabulce (Tab. 2) jsou zaznamenána kritéria, která ovlivňují atraktivitu trhu. Každému z těchto kritérií byla přidělena váha a bylo bodově ohodnoceno. Na základě provedeného hodnocení atraktivity relevantního trhu lze říci, že se pohybuje nad průměrem.

Z hlediska růstu trhu, který je relativně stabilní, lze říci, že růstové možnosti trhu nejsou velké. Společnost rozšiřuje svoji pozici na trhu zejména díky zavádění nových produktů. Velikost trhu je z hlediska společnosti, která zaujímá v Česku dominantní postavení ve výrobě snímačů tlaku a hladiny, velmi dobrá. Společnost navíc většinu produkce exportuje do zemí Evropské unie i zámoří, takže není závislá pouze na českém trhu. Intenzita konkurence je zde poměrně vysoká, ale vzhledem k možnostem substituce a bariérám vstupu nemá příliš velkou váhu. Z hlediska hodnocení průměrné rentability lze říci, že díky charakteru produkce s vysokou přidanou hodnotou prostřednictvím aplikací základního výzkumu je zde dosahováno velmi dobrých marží. Mezi bariéry vstupu je možné zařadit vysoké náklady na zřízení obchodního zastoupení nebo certifikace u odběratelů. Z hlediska možností substituce zde lze pozorovat malou ochotu zákazníků tohoto trhu riskovat pro-

blémy s využitím substitučních produktů od méně známých výrobců. Proto mají na tomto trhu velkou výhodu společnosti s dobrým jménem, které jsou známé jako spolehliví dodavatelé. Citlivost tohoto trhu respektive odvětví na hospodářský cyklus je celkově poměrně nízká a to zejména díky rozmanité struktuře zákazníků a velikosti tohoto trhu. Struktura zákazníků je silně diversifikovaná a to jak z hlediska velikosti zákazníků, tak z hlediska druhu průmyslových odvětví, ve kterých zákazníci působí. Lze říci, že zákazníci jsou zde méně citliví na ceny. Obvykle je pro ně důležitá zejména spolehlivost výrobce a kvalita poskytovaných služeb. Preferují osvědčené výrobce a dodavatele.

Tab. 2. Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011, s. 66)

Kritérium	Váha (1-5)	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							váha x body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3					■			12
Velikost trhu	4						■		20
Intenzita konkurence	5				■				15
Průměrná rentabilita	4						■		20
Bariéry vstupu	4						■		20
Možnosti substituce	4						■		20
Citlivost na konjunkturu	3				■				9
Struktura zákazníků	4						■		20
Celkem	31								136
Maximální počet bodů: 186					Dosažené hodnocení: 73 %				

6.2.4 Příležitosti a hrozby společnosti XY, s. r. o. v rámci vymezeného trhu

Velkou příležitostí společnost spatřuje v rychle rostoucí poptávce na českém trhu po senzorech tlaku vlastní výroby. Společnost dříve tyto senzory tlaku, které jsou součástí tlakových snímačů, dovážela ze zahraničí (USA). Dnes je však sama vyrábí ve vysoce moderních specializovaných výrobních prostorech. Další svoji příležitost společnost spatřuje v chystajících se rekonstrukcích společnosti ČEZ, a. s.

Velké riziko naopak společnost vidí v nedosažení plánovaného odbytu z důvodu omezení státních investic do infrastruktury, které by mohlo být příčinou snížení poptávky po automatizační technice. Poměrně malé riziko spatřuje také v souvislosti s ekonomickou situací na jihu eurozóny.

6.2.5 Kvantitativní vymezení relevantního trhu

Ve vymezení relevantního trhu z hlediska území byla zmíněna skutečnost, že společnost exportuje téměř 80 % své produkce do zahraničí. Je to zejména do Německa, kde sídlí její sesterská společnost, přes kterou jsou výrobky prodávány do různých zemí světa, kde nacházejí uplatnění v rozmanitých oblastech průmyslu (farmaceutický, chemický, potravinářský, papírenský, lékařský, automobilový, ropný, lodní průmysl, strojírenství, vodní hospodářství a mnohé další). Je tedy zřejmé, že relevantní trh je z kvantitativního hlediska velmi obtížně specifikovatelný, zejména co se týká jeho velikosti v zahraničních zemích. Vymezení relevantního trhu zde tedy bude omezeno na území České republiky. Toto vymezení je společně s prognózou vývoje relevantního trhu uvedeno v následující kapitole 6.3.

6.3 Prognóza vývoje relevantního trhu

V předchozích kapitolách bylo naznačeno, že z hlediska společnosti je vymezení relevantního trhu velice komplikované stejně jako odhadnutí jeho budoucího vývoje. Už skutečnost, že pouze asi jedna pětina produkce společnosti nachází uplatnění v Česku a zbývajících přibližně 80 % je exportováno do zahraničí, činí tento úkol nesnadným. Společnost XY, s. r. o. vyrábí všechny druhy výše zmíněných tlakoměrných produktů (viz kapitola 6.2.2 - vymezení relevantního trhu z hlediska produktů) a tyto produkty nachází využití ve velice rozličných oblastech průmyslu. Tím více je zřejmé, jak problematické je zjistit, kde najde využití zbývajících část produkce, která nezůstává v Německu (kam směřuje převážná část exportu), v Rusku a ostatních zemích a která je odtud opět prodávána do dalších zemí světa, do různých průmyslových odvětví, k různému průmyslovému využití. Odhadnout vývoj poptávky po těchto produktech je tedy velice nesnadné.

Společnost XY, s. r. o. je velmi diverzifikovaným výrobcem. Vyrábí produkty tlakoměrné techniky, které mají uplatnění v automatizační technice, a tu lze nalézt v mnoha různých oblastech průmyslu. To představuje určitý prvek její stability. Dalo by se říci, že tato skutečnost snižuje citlivost společnosti na výkyvy v jednotlivých částech průmyslu. Proto bude i z následujících prognóz patrná jistá míra konzervativnosti.

Pro stanovení prognózy trhu, na kterém společnost působí, byly využity údaje MPO ČR (Panorama českého průmyslu 2010, Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009 a rok 2010), údaje o vývoji tempa růstu reálného HDP ČR a jeho prognózy (MF ČR) a údaje o vývoji tempa růstu reálného HDP v zemích EU 27 a jeho prognózy (z údajů Světové ban-

ky, Eurostatu, MF ČR). Byla totiž prokázána poměrně silná pozitivní míra korelace mezi tempem růstu reálného HDP Česka a tempem růstu reálného HDP zemí Evropské unie v rozsahu 27 zemí (pomocí programu XLSTAT byl vypočten koeficient korelace roven 0,869) a dalšími výpočty (viz příloha P XV) byla prokázána i závislost vývoje tržeb v dané skupině odvětví (CZ NACE 26.5) na těchto makroekonomických ukazatelích. Prognóza vývoje trhu je tedy založena na prognóze vývoje zmíněných ukazatelů. Časová řada údajů o tržbách trhu je poměrně krátká, což je však z důvodu nedostupnosti relevantních údajů z MPO ČR za předchozí období. I přesto si myslím, že z výsledků statistických výpočtů plynou přiměřené a reálné výsledky.

Tab. 3. Prognóza vývoje daného trhu (vlastní zpracování dle údajů MPO ČR, 2010, 2011, 2012; MF ČR, 2012; Eurostat, 2012; The World Bank, 2012)

t	rok	tempo růstu HDP ČR (%)	tempo růstu HDP EU 27 (%)	tržby daného trhu (tis. Kč)
1	2007	6,13	3,2	11 578 261
2	2008	2,46	0,3	12 421 979
3	2009	-4,15	-4,3	9 958 998
4	2010	2,31	2	11 998 770
5	2011	1,70	1,15	10 056 391
6	2012	0,00	0	10 212 788
7	2013	1,90	1,5	10 589 329
8	2014	2,30	1,7	11 159 138

Průměrné tempo růstu trhu vypočtené aritmetickým prostým průměrem z prognózovaných hodnot tržeb je 3,54 %.

6.4 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti

Cílem analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti je zhodnotit její vnitřní vývojové možnosti a posoudit, do jaké míry je společnost schopna využít šance plynoucí z rozvoje trhu a okolí a do jaké míry je schopna čelit konkurenci a možným hrozbám.

6.4.1 Stanovení tržního podílu společnosti

Jednou z obvyklých částí analýzy konkurenční síly podniku je stanovení jeho tržního podílu. V předchozích částech jsem uvedla, že je velice obtížné stanovit relevantní trh společnosti XY, s. r. o. a to z již zmíněných důvodů. Myslím si, že v případě této společnosti, která vyrábí velmi specifický druh produktů, které lze uplatnit v mnoha různých oblastech

průmyslu, je skutečně velmi komplikované a možná i nemožné určit velikost trhu a tedy i tržního podílu společnosti. V takovýchto situacích může být jedním z řešení využití kvalifikovaných odhadů, kdy se vychází ze znalosti či odhadu produkce hlavních konkurentů daného podniku a jeho tržní podíl se pak odhadne jako podíl na součtu tržeb za tyto hlavní konkurenty. I přes snahu vycházet z informace, kterou mi poskytl management společnosti XY, s. r. o., který odhaduje, že zaujímá ve výrobě snímačů tlaku na trhu v České republice téměř dominantní postavení, se mi nepodařilo najít relevantní údaje pro stanovení tržního podílu společnosti. Z těchto důvodů zde tedy uvádím alespoň odhad managementu společnosti týkající se velikosti tržního podílu v Česku a Německu. Manažeři společnosti odhadují, že ve třídě snímačů tlaku mají na českém trhu asi 80% podíl. Vývoj poptávky je tu limitován kapacitou trhu a průměrně roste o 1 - 2 % ročně. Tržní podíl sesterské společnosti v Německu se pohybuje kolem 10 %. V Německu lze nalézt daleko více konkurentů, nicméně i tak tento svůj tržní podíl sesterská společnost stále zvyšuje (cca o 5 % ročně).

6.4.2 Identifikace konkurentů společnosti

Společnost XY, s. r. o. zaujímá v České republice ve výrobě snímačů tlaku dominantní postavení. Je možné zde najít spíše společnosti, které tlakoměrnou techniku prodávají jako výhradní zástupci zahraničních firem (Bernako, s. r. o., Ramses - sdružení, HAGAS servis s. r. o., Level Expert s. r. o., MaR SYSTEMS, s. r. o.), ale lze zde najít i takové společnosti, které mají vlastní výrobu tlakoměrné techniky, avšak v mnohem menším rozsahu (DataCon MSI, s. r. o.). Tyto firmy se však nespécializují pouze na prodej (výrobu) tlakoměrné techniky, na rozdíl od společnosti XY, s. r. o. Tyto skutečnosti omezují vzájemnou srovnatelnost výsledků (tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb) těchto společností.

Společnost Level Expert, s. r. o. nabízí kompletní sortiment přístrojů pro širokou škálu provozních měření v rozsáhlém spektru průmyslových odvětví. Na českém trhu výhradně zastupuje německou firmu Vega Grieshaber KG, která vyrábí a dodává vedle ucelené řady tlakoměrů a tlakových spínačů také kontinuální hladinoměry a limitní hladinové spínače v nejrůznějších provedeních pro široký rozsah použití a rozmanité potřeby zákazníků. (Level Expert CZ, 2012)

Společnost Endress+Hauser sídlící ve Švýcarsku dodává na trhy po celém světě především snímače polohy hladiny, průtoku, tlaku a teploty, analyzátory, ale i spoustu dalších komponentů pro automatizaci výrobních procesů. Častěji je dodavatelem celých projektů. Má výrobní závody v Německu, ve Francii a v Itálii a mimo Evropu v USA, v Číně a v Indii.

Česká pobočka distribuuje výrobky na zdejšímu trhu, uvádí nové na trh, zajišťuje zákazníkům předprodejní a poprodejní servis. Prodejní proces zahrnuje kromě jiného návrhy, projekty, nabídky, instalaci přístrojů a jejich uvádění do provozu. (Endress+Hauser, 2012)

Švýcarská firma Keller AG založená roku 1974 patří mezi přední evropské výrobce průmyslových snímačů tlaku, sond pro měření výšky hladiny, digitálních tlakových přístrojů a autonomních sběračů dat tlaku a teploty. Při výrobě snímačů využívá specializovaných moderních automatizovaných výrobních metod. Vyrábí širokou škálu produktů v provedení podle přání a požadavků zákazníka. Silnými stránkami firmy Keller jsou velká množství za nízké ceny a velká flexibilita. Společnost má zastoupení v mnoha zemích celého světa (Argentina, Brazílie, Dánsko, Finsko, Indie, Izrael, Japonsko, Korea, Norsko, Rakousko, Španělsko, Jihoafrická republika, Austrálie, Polsko, Česká republika). (Keller, 2012)

6.4.3 Zhodnocení konkurenční síly společnosti

Konkurenční síla společnosti je zde hodnocena za pomoci názorné tabulky (Tab. 4), kde jsou uvedeny přímé a nepřímé faktory mající vliv na konkurenční sílu společnosti a ty jsou ohodnoceny. Na základě celkového zhodnocení těchto faktorů vyplývá, že konkurenční síla společnosti je značně nadprůměrná.

Kvalita výrobků zde byla hodnocena velmi kladně. O kvalitě výrobků společnosti vypovídá například procento reklamací, které se dlouhodobě pohybuje na úrovni 0,3 %. Sortiment produktů je v oblasti měření tlaku a hladiny velmi široký, prakticky pokrývá veškeré průmyslové aplikace. Dosahovaná technická úroveň výrobků je na velmi vysoké úrovni. Společnost se věnuje plnění projektů se státní podporou a spolupracuje s odbornými pracovišti VUT v Brně. Cenovou úroveň výrobků je možné charakterizovat jako konkurenceschopnou. Intenzita reklamy je z hlediska společnosti přiměřená charakteru produkce a je hodnocena jako průměrná. Společnost má vybudovanou rozsáhlou distribuční síť, proto je toto kritérium hodnoceno pozitivně. Za celou dobu svého působení v Česku získala společnost velmi dobrou pověst zejména díky kvalitě svých produktů a poskytovaných služeb. V této oblasti má společnost velkou převahu oproti svým konkurentům, protože poskytuje rychlý servis a kvalitní technickou podporu. Úroveň výkonného personálu je velmi vysoká. Společnost zaměstnává řadu vysoce kvalifikovaných pracovníků. O velmi dobré kvalitě vyššího i středního managementu vypovídají výsledky hospodaření společnosti, které díky výborné organizaci činností a efektivitě práce dosahují velice uspokojivé úrovně. V oblasti výzkumu a vývoje je společnost velmi aktivní. Každoročně se zabývá inovacemi produktů,

jejichž výsledky jsou často nové produkty s vysokou technickou úrovní. Inovace produktů jsou podpořeny nejen vysokou kvalifikací pracovníků vývoje, ale samozřejmě i moderním a specializovaným vybavením pracovišť, do kterého společnost pravidelně investuje značné finanční prostředky. Na velmi dobré finanční zdraví společnosti bude blíže poukázáno ve finanční analýze, která je předmětem následující kapitoly. Protože se společnost dlouhodobě nepotýká s žádnými finančními potížemi, může být její finanční situace již teď hodnocena velmi pozitivně.

Tab. 4. Analýza konkurenční síly společnosti (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011, s. 89 - 90)

Kritérium	Hodnocení						
	Konkurence má převahu		Průměr			Firma má převahu	
	0	1	2	3	4	5	6
Kvalita výrobků						■	
Šíře sortimentu							■
Technická úroveň výrobků							■
Cenová úroveň						■	
Intenzita reklamy				■			
Výhody distribuce						■	
Image firmy							■
Servis a služby						■	
Kvalita managementu						■	
Výkonný personál						■	
Výzkum a vývoj						■	
Majetek a investice							■
Finanční situace							■
Četnost bodů	0	0	0	1	0	7	5
Body * četnost	0	0	0	3	0	35	30
Maximální počet bodů: 78	Dosažený počet bodů: 68			Hodnocení: 87 %			

Mezi **silné stránky společnosti** jednoznačně patří vynikající kvalita jejích produktů a poskytovaných služeb a to včetně servisu a technické podpory, čímž se myslí, že se snaží svým zákazníkům pomoci vyřešit jejich problém a navrhnout kompletní řešení. Dále mezi její silné stránky patří flexibilita při plnění požadavků zákazníků, schopnost vyvinout produkty podle přání a potřeb zákazníků a také velmi krátké dodací lhůty. Lze mezi ně zařadit i již zmiňované vlastní výzkumné a vývojové aktivity, systém řízení kvality dle norem ISO 9001 a dobrou pověst společnosti. To vše je podpořeno téměř dominantním postavením společnosti ve výrobě snímačů tlaku a hladiny v České republice.

Mezi **slabé stránky společnosti** lze zařadit nedostatky v marketingové strategii, nedostatečné využití podnikového informačního systému, nutnost vysokých skladových zásob z důvodu zakázkové výroby a vysokou závislost na jednom z odběratelů.

6.5 Závěrečné zhodnocení perspektivnosti společnosti a prognóza tržeb

Na základě zhodnocení atraktivity trhu a konkurenční síly společnosti XY, s. r. o. je možné tuto společnost ohodnotit jako podnik s dobrou perspektivou.³ Hlavní podnikatelskou činností společnosti je výroba tlakoměrné techniky, která na území České republiky není předmětem velké konkurence. Ačkoliv jsou zde dostupné srovnatelné produkty prostřednictvím obchodních zastoupení významných zahraničních výrobců, společnost XY, s. r. o. má ve výrobě a prodeji snímačů tlaku dominantní postavení na tomto trhu. Díky neustálé modernizaci výrobních procesů a vývoji nových produktů svoji pozici na trhu stále upevňuje.

6.5.1 Prognóza tržeb společnosti

Prognóza růstu tržeb podniku obvykle vychází z prognózy jeho tržního podílu, prognózy růstu trhu a dosavadního tempa růstu tržeb. V předchozích částech strategické analýzy, ze kterých tyto parametry vycházejí, bylo však poukázáno na důvody jejich problematického a komplikovaného zjišťování. Ze zmíněných důvodů bude prognóza tempa růstu tržeb společnosti založena na analýze dosavadního tempa jejich růstu a bude využito již analyzovaného a prokázaného statisticky významného vztahu mezi vývojem tržeb společnosti a vývojem tempa růstu reálného HDP Česka a také zemí Evropské unie v rozsahu 27 zemí (viz příloha P XV). To z důvodu velkého podílu exportovaných produktů společnosti zejména do průmyslů evropských zemí. Snímače a přesné měřicí přístroje jsou základem všech automatizačních a modernizačních procesů ve výrobní i nevýrobní sféře. Vztah mezi výkonností ekonomik jednotlivých zemí a aktivitou v těchto sférách je zřejmý. Proto zde budu vycházet z prognózy vývoje těchto temp růstu HDP.

S pomocí lineární regresní analýzy byl nalezen lineární regresní model, na základě kterého byly odhadnuty tržby společnosti pro období let 2012 - 2014. Hodnota tržeb pro rok 2012 byla podrobena mírné korekci z důvodu existujícího plánu tržeb společnosti pro tento rok, a pro odhadnutí tržeb v následujících letech plánu jsem využila tempo růstu tržeb

³ Viz matice k posouzení perspektivnosti podniku dle Maříka et al. (2011, s. 93).

z prognózovaných hodnot tržeb na základě lineárního regresního modelu. Při výpočtu jsem postupovala tak, že jsem z prognózovaných tržeb pro roky 2013 a 2014 vypočítala tempo růstu těchto plánovaných tržeb, tedy mezi roky 2012 a 2013 a mezi roky 2013 a 2014. Tyto tempa růstu tržeb jsem pak ponechala tak, jak byly vypočítány na základě lineárního regresního modelu. Přesné hodnoty prognózovaných tržeb podle regresního modelu jsou uvedeny v tabulce na konci přílohy P XV. Vypočítala jsem tempo růstu těchto prognózovaných tržeb a výsledkem byl mezi roky 2012 a 2013 3,79% nárůst tržeb a mezi roky 2013 a 2014 3,65% nárůst. Tyto tempa růstu jsem pak použila pro stanovení hodnot plánovaných tržeb pro roky 2013 a 2014.

Tab. 5. Prognóza tržeb společnosti (vlastní zpracování dle údajů MPO ČR, 2010, 2011; MF ČR, 2012; Eurostat, 2012; The World Bank, 2012)

t	rok	tempo růstu HDP ČR (%)	tempo růstu HDP EU 27 (%)	tržby společnosti (tis. Kč)	tempo růstu tržeb společnosti
1	2000	3,7	3,9	106 321	30,19%
2	2001	2,5	2,2	115 337	8,48%
3	2002	1,9	1,3	107 620	-6,69%
4	2003	3,6	1,4	136 190	26,55%
5	2004	4,5	2,5	155 100	13,89%
6	2005	6,3	2,0	183 766	18,48%
7	2006	6,8	3,3	200 974	9,36%
8	2007	6,1	3,2	219 068	9,00%
9	2008	2,5	0,3	199 482	-8,94%
10	2009	-4,2	-4,3	160 468	-19,56%
11	2010	2,3	2,0	179 504	11,86%
12	2011	1,7	1,2	184 508	2,79%
13	2012	0,0	0,0	185 915	0,76%
14	2013	1,9	1,5	192 951	3,79%
15	2014	2,3	1,7	199 993	3,65%

Průměrné tempo růstu tržeb společnosti v letech 2012 - 2014 na základě jejich odhadu je **2,74 %**, což potvrzuje předpokládanou míru konzervativnosti prognóz. Předpokládá se, že tržby společnosti porostou dále mírným tempem a to zejména díky velmi dobrému postavení společnosti na trhu a jejím konkurenčním výhodám.

6.6 Shrnutí výsledků strategické analýzy

V rámci strategické analýzy bylo snahou získat dostatek relevantních informací o prostředí, ve kterém společnost funguje. Bylo analyzováno makroekonomické prostředí respektive faktory, které mají vliv na fungování společnosti, dále byl vymezen a analyzován relevantní trh včetně provedení prognózy jeho budoucího vývoje a byl zhodnocen i vnitřní výnosový potenciál společnosti a její konkurenční síla. Hlavním cílem bylo vyhodnotit perspektivnost společnosti a sestavit prognózu budoucího vývoje tržeb společnosti. Na základě skutečností zjištěných v dílčích částech strategické analýzy lze konstatovat, že společnost XY, s. r. o. má do budoucna velmi dobrou perspektivu a naplňuje předpoklad neomezeného trvání.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza je důležitým nástrojem finančního řízení. V rámci oceňování je nutné posoudit finanční zdraví podniku a vytvořit tak základ pro sestavení finančního plánu. Z finanční analýzy je nutné vyvodit závěry, které se promítnou do ocenění podniku. Z finanční analýzy vychází stejně jako z předchozí strategické analýzy představa o perspektivnosti podniku a také o rizicích, se kterými je hospodaření podniku spojeno.

Finanční analýza je provedena na základě údajů a informací z účetních výkazů a výročních zpráv společnosti za období let 2007 - 2011.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Základem pro analýzu absolutních ukazatelů je přímé využití údajů z účetních výkazů. Absolutní ukazatele jsou využívány k analýze struktury položek jednotlivých účetních výkazů (vertikální analýza) a k analýze vývojových trendů (horizontální analýza). Tak jsou analyzovány jednotlivé účetní výkazy (rozvaha, výkaz zisku a ztráty).

7.1.1 Analýza majetkové a finanční struktury společnosti

Na základě vertikální analýzy aktiv (viz příloha P III) lze říci, že z hlediska majetkové struktury firma udržuje vcelku stabilní poměr dlouhodobého a oběžného majetku. Každá z těchto položek představuje přibližně polovinu celkové hodnoty aktiv. Z obrázku, který zachycuje majetkovou strukturu společnosti v analyzovaném období (viz příloha V), lze pozorovat rostoucí trend bilanční sumy, který byl však mírně přerušen v roce 2009. Tento pokles je spojen s dopady finančně-ekonomické krize, které se ani společnost XY, s. r. o. nevyhnula. Za sledované období vzrostla bilanční suma celkem o 37 % a její hodnota je poměrně vysoká, což vypovídá o velikosti této společnosti. Hlavní položkou ve struktuře dlouhodobého majetku je dlouhodobý hmotný majetek (DHM). Výrobní činnost společnosti vyžaduje vysokou vybavenost různými výrobními stroji a zařízeními, protože společnost sama vyrábí převážnou část polotovarů a součástí potřebných k výrobě hotových výrobků. V roce 2010 došlo k výraznému navýšení hodnoty DHM (o téměř 27 %), a to proto, že společnost z důvodu rozšiřování sortimentu investovala do nových výrobních zařízení a prostorů, kde využívá speciálních výrobních technologií. Ve struktuře dlouhodobého majetku si lze také všimnout výrazného poklesu hodnoty nehmotného majetku, který byl způsoben snížením hodnoty položky software (o 57,7 %), za čímž stálo dokončení implementace softwaru pro řízení firmy (SAP), což v předchozích letech vyžadovalo vysoké

počáteční investice. Za položkou dlouhodobého finančního majetku stojí investiční majetkové cenné papíry. Od roku 2007 totiž společnost XY, s. r. o. vlastní 42,5% podíl na základním kapitálu jiné obchodní společnosti.

Ze struktury oběžných aktiv jsou nejvýraznější položkou zásoby. Jedná se zejména o materiálové zásoby a zásoby polotovarů a nedokončených výrobků. Téměř zanedbatelné jsou zásoby hotových výrobků. Důvodem je to, že společnost vyrábí své výrobky výhradně z podnětu zákazníků, kteří si je objednají a na základě jejich požadavků jsou vyráběny. Z toho důvodu je nezbytné, aby firma držela dostatečné množství zásob materiálu a polotovarů, proto, aby mohla rychle reagovat na objednávky zákazníků, protože jim garantuje rychlost a flexibilitu. Pro společnost je tedy nutností držet poměrně vysoké zásoby materiálu a polotovarů, ve kterých jsou však vázány značné finanční prostředky. Proto je nutné věnovat velkou pozornost řízení oběžných aktiv. Výraznou položkou v oběžných aktivech je také finanční majetek (převážně finanční prostředky na bankovních účtech), který v roce 2009 představuje až 32% podíl, jinak se jedná kolem 25% podíl (s výjimkou roku 2010, kdy jeho podíl dosahuje 14 %). Vysoké hodnoty finančního majetku sice vypovídají o velmi dobré likviditě, nicméně vysoké hodnoty likvidity jsou na druhé straně spojeny s negativním vlivem ukazatele rentability a aktivity společnosti. Společnost drží volné finanční prostředky zejména za účelem nákupu surovin, zařízení, úhrady nákladů a investic do výzkumných a vývojových aktivit. K velkým výdajům dochází v souvislosti s právě zmiňovanými výzkumnými a vývojovými aktivitami společnosti v roce 2010, kdy vrcholily investice do nových výrobních prostor a zařízení, a kdy probíhaly stěžejní části plnění výzkumného projektu, do kterého se společnost zapojila již v roce 2007. Co se týká pohledávek společnosti, zde existují pouze pohledávky krátkodobé, přičemž v nich převládají pohledávky z obchodních vztahů. K jejich výraznému nárůstu došlo v roce 2010, kdy vzrostly přibližně o 50 %, což bylo dáno zejména díky narůstajícímu zájmu zákazníků společnosti o její výrobky a služby. V roce 2010 dochází po období, kdy obrat společnosti meziročně klesal, k výjimečnému nárůstu tržeb za vlastní výrobky a služby společnosti o 12 %, což v absolutním vyjádření představuje nárůst o více než 19 milionů Kč. Rok 2010 byl pro společnost XY, s. r. o. velmi úspěšným rokem.

Analýza finanční struktury (viz příloha P III a P IV) poskytuje informace o zdrojích, jimiž společnost financuje svůj majetek. Ve struktuře pasiv si lze všimnout značně převládajícího podílu vlastního kapitálu v porovnání s kapitálem cizím. Společnost preferuje vlastní zdroje financování před cizími, což poukazuje na to, že je pro společnost prioritou finanční

stabilita spíše než výnos, protože vlastní zdroje financování jsou obvykle považovány za dražší zdroje financování v porovnání s cizími zdroji. Hodnota vlastních zdrojů financování představuje ve sledovaném období 70 - 80 % celkové hodnoty pasiv. To, že vlastní zdroje společnosti převyšují cizí zdroje, poukazuje na to, že společnost splňuje zlaté pravidlo vyrovnání rizik. Vypovídá to také o velmi silné finanční stabilitě společnosti. Lze si také všimnout, že ve struktuře finančních zdrojů výrazně převládají dlouhodobé zdroje financování, což poukazuje na konzervativní strategii financování majetku společnosti. Ta je typická právě tím, že dlouhodobý kapitál je využíván nejen k financování dlouhodobého majetku, ale i části oběžného majetku. Za povšimnutí stojí skutečnost, že společnost nevyužívá žádné krátkodobé bankovní úvěry. I zde je nutné podotknout, že dlouhodobé zdroje financování jsou považovány za dražší variantu financování, ovšem na druhou stranu je spojeno s menší mírou rizika. Ve struktuře vlastních zdrojů financování nedošlo ve sledovaném období k žádným změnám velikosti základního kapitálu, stejně jako nedošlo ke změnám výše kapitálových fondů a fondů ze zisku. Nejvyšší podíl na hodnotě vlastního kapitálu má kumulovaný výsledek hospodaření minulých let. Společnost značnou část zisku nerozděluje a převádí ji do dalších účetních období jako nerozdělený zisk, čímž navyšuje prostředky k financování své budoucí činnosti a budoucích aktivit nebo k financování nepředvídatelných událostí, které by pro ni mohly mít v případě nedostatku takovýchto volných finančních prostředků negativní dopady a to jistě pozitivně ovlivňuje podnikatelské riziko spojené s její činností. Během sledovaného období vzrostl zůstatek výsledku hospodaření minulých let o skoro 90 %.

Podíl cizích zdrojů na celkovém kapitálu společnosti má kolísavý trend. Jak již bylo zmíněno, společnost dává přednost vlastním zdrojům financování před cizími, takže cizí zdroje představují v analyzovaném období přibližně 20 - 30 % celkového kapitálu. Nízký podíl cizích zdrojů se může projevit negativně na ukazatelích rentability vlastního kapitálu. Hlavní část cizích zdrojů tvoří obvykle dlouhodobé závazky, které představují dlouhodobé půjčky společníků a vratnou dotaci z MPO. Významnou položkou jsou i krátkodobé závazky, které představují převážně závazky z obchodních vztahů a dále závazky k zaměstnancům a závazky ze sociálního zabezpečení. Značné výkyvy hodnoty závazků z obchodních vztahů jsou způsobeny skutečnostmi, které již byly popsány. V roce 2009 došlo k jejich výraznému poklesu, protože se společnost potýkala s významným úbytkem zakázek v důsledku negativních dopadů finančně-ekonomické krize nejen na ni samotnou, ale i na její obchodní partnery. Naopak v roce 2010 došlo k jejich obrovskému nárůstu,

když se obnovil zájem o produkty a služby společnosti, tedy když se i obchodní partneři a zákazníci společnosti začali zotavovat z krize a zvýšil se tak objem zakázek. Během sledovaného období společnost nevytvářela žádné rezervy, protože nepředpokládá nutnost vynaložení významné peněžní částky na opravy apod., neboť veškeré budovy, vybavení a technologie jsou poměrně nové. Co se týká bankovních úvěrů, bylo již zmíněno, že společnost využívá výhradně dlouhodobé bankovní úvěry. V současnosti společnost čerpá jeden dlouhodobý úvěr, ze kterého je financována výstavba výrobní haly včetně pořízení technologií a výstavba nové správní budovy. Během analyzovaného období klesla jeho hodnota přibližně o 40 % a v roce 2011 představuje ve struktuře pasiv pouze 4% podíl. Podrobná vertikální a horizontální analýza rozvahy je uvedena v přílohách P III a P IV.

7.1.2 Analýza výnosů a nákladů

Podrobná vertikální a horizontální analýza výnosů a nákladů je uvedena v přílohách P VI a P VII. Ze struktury výnosů je patrné, že společnost má čistě výrobní charakter, protože převážná část výnosů je tvořena tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb (v analyzovaném období se jedná o cca 80 - 90% podíl na celkových výnosech). Druhou největší položkou výnosů představují tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, což je z důvodu prodeje polotovarů a materiálu do sesterské společnosti v Německu. Z hlediska vývoje celkové sumy výnosů je patrný rostoucí trend, který byl však přerušen v roce 2009 v souvislosti s poklesem množství zakázek, jakožto důsledkem již několikrát zmiňovaných událostí. Už však i v roce 2008 došlo k poklesu tržeb asi o 9 %, když se začaly projevit důsledky celosvětové hospodářské recese. Část zákazníků nebyla schopná splácet své závazky vůči společnosti a žádali o prodloužení doby splatnosti, proto si lze všimnout v roce 2008 mírného nárůstu pohledávek z obchodních vztahů. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb klesly v roce 2009 o skoro 20 %, což samozřejmě negativně ovlivnilo i vývoj hospodářského výsledku. V roce 2010 však opět dochází k velice pozitivnímu nárůstu tržeb společnosti a to o téměř 12 % a tato rostoucí tendence pokračuje i v roce 2011. Za položkou ostatní provozní výnosy stojí především přijaté (provozní) dotace na plnění výzkumných a vývojových projektů poskytnutých Ministerstvem průmyslu a obchodu. Společnost také prodává množství odpadů z výroby, které jsou dále využitelné a tržby z těchto transakcí se projeví v položce ostatních provozních výnosů, stejně jako slevy poskytnuté při zaplacení přijatých faktur do stanovené lhůty, tedy tzv. skonta. Hlavní podnikatelská činnost společnosti má výrobní charakter, tudíž je zřejmé, že na celkových nákladech má největší podíl výkonová spotřeba (kolem 60 %), ve které převažuje spotřeba materiálu a

energie. Hodnoty výkonové spotřeby v analyzovaném období velmi kolísají. V letech 2008 a 2009 je jejich pokles spojen s nižším množstvím zakázek. Lze tedy říci, že trend vývoje výkonové spotřeby v podstatě kopíruje trend vývoje výkonů, což je patrné i z grafu v příloze P VIII, avšak až na výjimku v roce 2011, kdy sice vzrostly výkony, avšak výkonová spotřeba klesla, což bylo způsobeno úpravami některých výrobních postupů.

Druhou největší položku nákladů představují osobní náklady, které tvoří především mzdové náklady. I jejich vývoj je zachycen v grafu v příloze P VIII, kde je patrné, že jejich výše neustále roste. Pouze rok 2009 zde opět představuje výjimku. Růst mzdových nákladů je zapříčiněn zejména pravidelným navyšováním mezd zaměstnanců. V roce 2009 mzdové náklady mírně poklesly (oproti roku 2008 o 10,3 %) z toho důvodu, že kvůli menšímu počtu zakázek byla zkrácena pracovní doba a navíc výjimečně nedošlo k navyšování mezd zaměstnanců. V roce 2010 pak došlo k vyplacení mimořádných prémie. Zbývající část nákladů společnosti tvoří zejména odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, nákladové úroky (zejména úroky z dlouhodobého úvěru společnosti) a ostatní finanční náklady (kurzové ztráty a bankovní poplatky).

7.1.3 Analýza vývoje výsledku hospodaření

V příloze P IX je zaznamenán vývoj výsledku hospodaření v podobě čistého zisku (EAT), zisku před zdaněním (EBT), zisku před zdaněním a odečtením nákladových úroků (EBIT) a zisku před zdaněním, odečtením nákladových úroků, odpisů a amortizace (EBITDA). I zde je patrný velký propad zisku v roce 2009, který byl důsledkem finančně-ekonomické krize a o kterém padlo již několik zmínek. Oproti roku 2008 se čistý zisk snížil o téměř 70 %. Došlo k velkému poklesu tržeb za vlastní výrobky a služby, ale velmi pozitivně lze hodnotit to, že i tak se společnosti podařilo dosáhnout zisku a udržet si tak finanční zdraví. Od roku 2010 má zisk rostoucí trend a v roce 2011 dosáhla společnost dokonce nejvyššího zisku v celé své historii. Na tomto výjimečném zisku mělo podíl nejen zvýšení tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, ale také ostatních výnosů (dotace z MPO, tržby z prodeje výrobního odpadu, skonto), ale také výrazné snížení výkonové spotřeby jako důsledek dlouhodobé snahy o snižování těchto nákladů (zejména nižší spotřeba služeb).

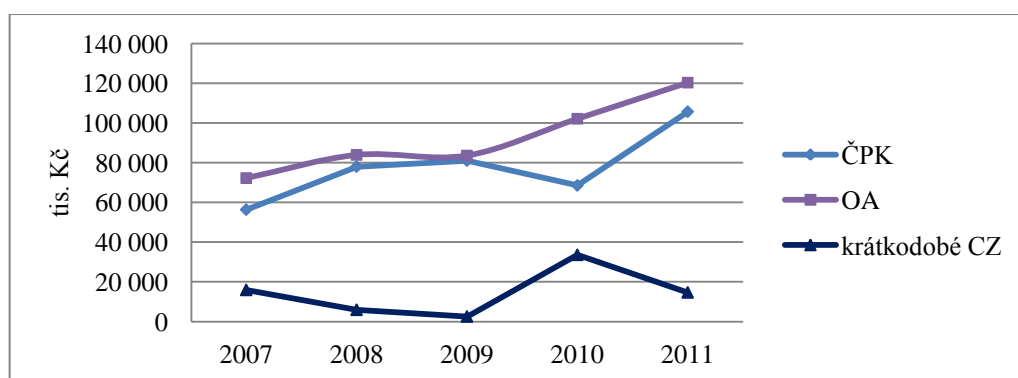
Největší mírou se na čistém zisku podílí evidentně zisk z provozní činnosti. Finanční výsledek hospodaření obvykle vykazuje zápornou hodnotu, protože v něm převažují nákladové úroky. V roce 2008 došlo k mimořádně kladnému výsledku z důvodu kurzových zis-

ků. Hodnoty mimořádného výsledku hospodaření jsou zde téměř zanedbatelné. Z grafu, na kterém je zachycen vývoj výsledku hospodaření společnosti (viz příloha P IX) je patrné, jak zisk společnosti snižují nákladové úroky a v daleko větší míře i odpisy. Rozdíl mezi EBITDA a EBIT je mnohem zřetelnější.

Vývoj zisku před zdaněním a odečtením nákladových úroků (EBIT) a to, jak se na něm podílí jednotlivé jeho složky je zachycen taktéž v grafu v příloze P IX. U vývoje čistého zisku si lze všimnout již několikrát popsaných vývojových tendencí. Je zřejmé, že s rostoucím ziskem roste i daňová povinnost společnosti. Nákladové úroky dosahují vcelku stabilní hodnoty, která se od roku 2009 velice mírně snižuje.

7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele jsou využívány zejména z hlediska řízení likvidity podniku. Nejčastěji využívaným rozdílovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál (ČPK). Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti je zachycen na obrázku (Obr. 3), ze kterého je patrný rostoucí trend ČPK, který je však opět přerušen v roce 2009 za výše popsaných okolností. Kladné hodnoty ČPK vypovídají o velmi dobrém finančním zázemí společnosti a o tom, že je hodně likvidní a neměla by tedy vážnější problémy s platební schopností v případě, že by se neočekávaně dostala do nepříznivé situace vyžadující výdej většího množství peněžních prostředků. Kladné hodnoty ČPK a jejich rostoucí trend se pozitivně promítnou do prognózy budoucího vývoje hospodaření podniku.



Obr. 3 Vývoj čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování dle XY, s. r. o.)

7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Nejdůležitějšími ukazateli pro posouzení finančního zdraví podniku a jeho perspektiv jsou ukazatele krátkodobé likvidity a ukazatele vypovídající o dlouhodobé finanční rovnováze.

Následně bude analyzována výnosnost, která je měřena pomocí ukazatelů rentability a nutné je analyzovat i ukazatele aktivity.

7.3.1 Analýza likvidity

Likvidita vypovídá o schopnosti podniku hradit své závazky a je jednou z hlavních podmínek jeho dlouhodobé existence. Z vývoje ukazatelů likvidity společnosti, které jsou přehledně uvedeny v příloze P X, je patrné, že se jejich hodnoty obvykle pohybují nad obecně doporučenými hodnotami. V porovnání s odvětvím (CZ NACE 26), ve kterém průměrné hodnoty ukazatelů likvidity většinou nedosahují doporučených hodnot, to lze hodnotit velmi pozitivně. Vysoké hodnoty ukazatele běžné likvidity poukazují na nižší riziko platební neschopnosti v případech, kdy se společnosti nepodaří proměnit část nepeněžního oběžného majetku v peněžní prostředky. Znamená to, že společnost kryje větší část oběžného majetku dlouhodobými zdroji. Je nutné podotknout, že hodnoty tohoto stupně likvidity se v odvětví pohybují v průměru pod hranicí hodnoty 1, což poukazuje na poměrně rizikovou likviditu. Ukazatele pohotové likvidity se u společnosti opět drží nad doporučenými hodnotami, což poukazuje na to, že značná část oběžného majetku je vázána ve formě pohotových prostředků, o čemž svědčí i ukazatele okamžité likvidity. Společnost by mohla tyto peněžní prostředky využívat mnohem efektivněji, s vyšším výnosem, než jí přináší jejich uložení na bankovních účtech. Důvody společnosti k držení volných finančních prostředků jsou nákupy surovin a zařízení, úhrada nákladů a investice do výzkumných a vývojových aktivit. U výsledků v odvětví je nutné poukázat na velmi nízké hodnoty ukazatelů pohotové a okamžité likvidity, které se zde jeví opět jako rizikové.

Jedním z ukazatelů krátkodobé stability je i podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech. U společnosti tento ukazatel značně přesahuje hodnotu 50 %, což sice poukazuje o velmi dobré finanční stabilitě společnosti, nicméně opět to vypovídá o tom, že společnost kryje velkou část oběžného majetku dlouhodobými zdroji, což pro ni představuje vyšší náklady na jeho financování. Vývoj ukazatele ČPK v odvětví dosahuje v období let 2008 - 2010 dokonce záporných hodnot, což působí velmi negativně na hodnocení průměrné krátkodobé finanční stability v odvětví.

Pro budoucí vývoj hospodaření společnosti je velmi důležité, aby byla schopna dostávat svým závazkům a zároveň aby byla její činnost rentabilní. Ukazatele likvidity o společnosti vypovídají, že je velmi likvidní, avšak z důvodu úzké provázanosti likvidity s rentabilitou je nutné podotknout, že vysoké hodnoty likvidity mohou poukazovat na nee-

efektivní využívání peněžních prostředků, což může mít negativní vliv na rentabilitu činnosti společnosti. Je však důležité zdůraznit, že ačkoliv jednotlivé ukazatele mohou poukazovat na nežádoucí skutečnosti v hospodaření společnosti, mohou být důvodem příznivých výsledků v jiných oblastech hospodaření.

7.3.2 Analýza aktivity

Ukazatele aktivity vypovídají o efektivnosti hospodaření společnosti se svým majetkem. Vysoké hodnoty obratu aktiv představují pozitivní vliv na rentabilitu podnikání. Tabulka s přehledem ukazatelů aktivity je uvedena v příloze P XI.

Ukazatel obratu celkových aktiv u společnosti překračuje doporučenou minimální hranici 1, což lze hodnotit pozitivně. Hodnoty obratu aktiv jsou v jednotlivých letech na poměrně stabilní úrovni, protože vždy dochází ke zvyšování hodnoty aktiv i tržeb zároveň (situace je odlišná pouze v roce 2009, kdy nastaly již zmíněné události). U odvětví je hodnota aktiv překročena většinou několikrát, dalo by se tedy říci, že se v odvětví majetek v průměru obrací rychleji, což také může mít vliv na větší zisky. To stejné platí i u položek oběžného majetku a zásob. Společnost vykazuje nižší obrat zásob zejména z důvodu výrobní flexibility a garance rychlé výroby na přání zákazníků, což představuje velké požadavky na materiálové zásoby a zásoby polotovarů. To je však pro ni velkou konkurenční výhodou. I přes tyto skutečnosti lze ale říci, že společnost využívá svůj majetek efektivně.

Mezi důležité ukazatele aktivity patří doba obratu jednotlivých položek aktiv a pasiv. Na vysoké hodnoty zásob, ve kterých jsou vázány značné peněžní prostředky, poukazuje i ukazatel doby obratu zásob, který má vzestupnou tendenci vývoje ve sledovaném období. Naprosto opačný trend je možné pozorovat v odvětví, kde se doba obratu zásob snižuje. Zde je nutné vzít opět v úvahu specifika výroby společnosti XY, s. r. o. Doba obratu finančního majetku udává, kolikadenní tržby zůstávají v podobě krátkodobého finančního majetku. I zde je z vysokých hodnot patrné, že společnost drží velké množství peněžních prostředků na svých účtech u bank, přičemž by pro ně mohla najít efektivnější využití (např. investice do cenných papírů, spořicí účty, termínované vklady apod.). Důvody společnosti k držení volných finančních prostředků jsou nákupy surovin a zařízení, úhrada nákladů a investice do výzkumných a vývojových aktivit. Obvykle je vhodné porovnat dobu obratu pohledávek a závazků. Dá se říci, že pro podnik je obecně výhodnější, pokud doba obratu pohledávek nepřesahuje dobu obratu závazků. U výsledků společnosti lze vidět, že doba obratu závazků je obvykle kratší než doba obratu pohledávek, čímž se společ-

nost dostává u pohledávek a závazků z obchodních vztahů do pozice věřitele a v podstatě tak úvěruje své odběratele. Splácí své závazky v průměru rychleji, než inkasuje peníze za své pohledávky vůči odběratelům. Taková je situace kromě roku 2010, kdy došlo k nárůstu poptávky o produkty a služby společnosti, což bylo příčinou velmi výrazného zvýšení krátkodobých závazků (zejména závazků z obchodních vztahů - o téměř 360 %). V odvětví je situace opačná než u společnosti. V údajích za odvětví jsou však zahrnuty veškeré pohledávky a závazky, nejen ty z obchodních vztahů. Doba obratu závazků je v některých letech dokonce i téměř dvojnásobná vzhledem k době obratu pohledávek. Pozitivně lze hodnotit průměrnou dobu obratu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů u společnosti, která se pohybuje kolem 30 dnů, což poukazuje na dobrou platební morálku odběratelů společnosti. Společnost má vytvořen systém evidence pohledávek, prostřednictvím kterého je včas upozorněno na prošlou splatnost pohledávek.

7.3.3 Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti vypovídají o výši rizika vycházejícího ze struktury vlastních a cizích zdrojů financování majetku společnosti. Tabulka s přehledem ukazatelů zadluženosti je uvedena v příloze P XII.

K posouzení finanční struktury společnosti z dlouhodobého hlediska může posloužit ukazatel celkové zadluženosti. Hodnoty tohoto ukazatele se u společnosti pohybují kolem 20 - 30 %, což představuje poměrně nízkou míru zadlužení. Klesající trend míry zadluženosti byl přerušen v roce 2010, nicméně i tak je patrné, že společnost dává stále více přednost financování vlastním kapitálem před cizími zdroji. To, že vlastní zdroje společnosti převyšují cizí zdroje, poukazuje u společnosti na splnění zlatého pravidla vyrovnání rizik a také na její velmi silnou finanční stabilitu. Z ukazatele podílu dlouhodobých cizích zdrojů na cizích zdrojích lze vidět, že společnost preferuje dlouhodobé cizí zdroje. Situace v odvětví je ve všech těchto případech zcela opačná. Hodnoty ukazatele celkové zadluženosti dosahují přibližně 70 - 90 %, což znamená poměrně vysoké zadlužení a tedy velký objem cizího kapitálu ve finanční struktuře podniků v odvětví, který se může jevit jako značně rizikový. Zároveň je z výsledků analýzy patrné, že v odvětví dávají podniky přednost krátkodobým cizím zdrojům financování. I v hodnotách ukazatele krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem či dlouhodobými zdroji dosahuje společnost nesrovnatelně lepších výsledků než je průměr v odvětví. Úrokové krytí vypovídá o zadluženosti prostřednictvím schopnosti splácet úroky. Podle doporučení by hodnota tohoto ukazatele měla být vyšší

než 5. U společnosti je tato podmínka splněna většinou i několikanásobně. Horší je situace v odvětví, kde mnohdy hodnota tohoto ukazatele nedosahuje ani hodnoty 1, což poukazuje na neschopnost splácet úroky i při nulovém zisku. Jedná se však o průměrnou hodnotu v odvětví. Během období let 2008 - 2010 byly hodnoty EBIT, využívaného ve výpočtu tohoto ukazatele, záporné, což nelze hodnotit pozitivně vzhledem k vývoji do budoucna.

Vzhledem k nízké míře zadluženosti společnosti se jevílo vhodné zjistit vliv zvýšení zadlužení na rentabilitu vlastního kapitálu (multiplikátor vlastního kapitálu). Výsledky multiplikátoru vlastního kapitálu dosahují ve všech letech sledovaného období hodnoty vyšší než 1, což znamená pozitivní působení finanční páky a tedy to, že zvýšení podílu cizích zdrojů v kapitálové struktuře společnosti by mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Zvýšení podílu cizích zdrojů by však pro společnost na druhou stranu znamenalo zvýšení hodnoty úroků, které by se naopak projevilo spíše negativně na rentabilitě vlastního kapitálu. Je tedy důležité nalézt optimální kapitálovou strukturu.

7.3.4 Analýza rentability

Rentabilita vloženého kapitálu měří schopnost podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, tedy schopnost zhodnotit vložený kapitál. Tabulka s přehledem ukazatelů rentability je uvedena v příloze PXIII.

Ukazatele rentability signalizují, že je společnost během sledovaného období stále zisková. K výraznému poklesu všech uvedených ukazatelů rentability však dochází v roce 2009, kdy se v hospodaření společnosti promítly dopady celosvětové finančně-ekonomické krize a společnost se potýkala s výrazně sníženým objemem zakázek či až dokonce úplným výpadkem některých významných odběratelů (zejména z Ruska). V tomto roce došlo k výraznému propadu zisku o téměř 70 %. Od roku 2009 si již lze všimnout opět rostoucího trendu vývoje ziskové marže a i všech ostatních ukazatelů rentability. Opět roste poptávka po výrobcích a službách společnosti a tedy i její tržby a zisk. Společnost své aktivity stále vyvíjí a zdokonaluje. Velmi pozitivně lze hodnotit tempo, s jakým se společnosti daří se dostat na úroveň zisku, kterou dosahovala před rokem 2009. Co se týká vývoje v odvětví, lze si všimnout, že se zde dopady finančně-ekonomické krize projevily již v roce 2008, avšak v ještě větší míře i v roce 2009. Lze vidět, že už i podniky v odvětví se v roce 2010 pomalu zotavují. I tak jsou ale všechny hodnoty ukazatelů rentability stále záporné.

Rentabilita vložených prostředků, ať už z hlediska vlastního (ROE) nebo celkového kapitálu (ROA), je mnohem vyšší než průměrné výsledky v odvětví. Je také vyšší než bezriziko-

vá úroková míra v jednotlivých letech, která se podle údajů MPO (MPO ČR, 2010, 2011) pohybovala v rozmezí 3,71 - 4,67 %, což vypovídá o dobré konkurenceschopnosti společnosti. Společnost také dosahuje dobrých výsledků ukazatelů rentability úplatného kapitálu v letech 2007, 2008 a 2011, kdy činila míra zhodnocení úplatného kapitálu více než úroková míra úvěrů, tudíž využívá cizí úročený kapitál efektivně.

7.3.5 Další ukazatele a souhrnné ukazatele

V příloze P XIV jsou uvedeny i další vybrané ukazatele, které mohou pomoci přiblížit vývoj hospodaření společnosti a také některé z často používaných souhrnných ukazatelů, jejichž vypovídací schopnost je sice omezená, nicméně potvrzují doposud vyvozené závěry.

Z dalších poměrových ukazatelů stojí za povšimnutí klesající trend přidané hodnoty na zaměstnance u společnosti do roku 2009, což bylo způsobeno snižujícím se odbytem a tedy klesajícími tržbami z prodeje vlastních výrobků a služeb. Zároveň s tím klesala i výkonová potřeba, což by se dalo očekávat. S růstem osobních nákladů od roku 2010 lze vidět i nárůst jak přidané hodnoty, tak i tržeb na zaměstnance, což lze hodnotit pozitivně. V odvětví je možné vidět zhoršující se situaci prostřednictvím tohoto ukazatele opět již v roce 2008. Zajímavé jsou hodnoty podílu tržeb na zaměstnance, kde je průměr v odvětví několikanásobně vyšší. Naproti tomu osobní náklady na jednoho zaměstnance jsou u společnosti a odvětví poměrně srovnatelné. Vývoj ukazatelů společnosti je stabilnější a nevykazuje ve sledovaném období tak výrazné změny jako vývoj ukazatelů v odvětví.

Ze souhrnných ukazatelů jsou zde uvedeny výsledky Altmanova modelu (Z-skóre) a indexu IN01, který je v podstatě modifikací Altmanova modelu pro naše podmínky. Výsledky Z-skóre dosahují ve sledovaném období kromě roku 2010 hodnoty vyšší než 2,99 a to vypovídá o uspokojivé finanční situaci společnosti. Hodnota v roce 2010 (2,639) spadá do intervalu nevyhraněné finanční situace. Hodnoty indexu IN01 jsou ve všech letech sledovaného období vyšší než hodnota 1,77 a to znamená, že společnost tvořila hodnotu pro své vlastníky.⁴

⁴ Při vyhodnocování výsledků souhrnných ukazatelů (Z-skóre a indexu IN01) byly čerpány údaje z knihy Pavelkové a Knápkové (2008, s. 87 - 89).

7.4 Shrnutí výsledků finanční analýzy

Výsledky ve všech dílčích částech finanční analýzy poukazují na dobré finanční zdraví společnosti. Společnost ve všech letech sledovaného období vykazuje poměrně vysoké hodnoty zisku, což poukazuje na velmi dobré hospodaření společnosti. V dílčích analýzách byly často patrné dopady finančně-ekonomické krize na hospodaření společnosti v roce 2009. Společnost se potýkala se značným úbytkem zakázek a tedy i obratu. Velmi pozitivně však lze hodnotit tempo, s jakým se společnost s těmito dopady vypořádala. Společnost neustále rozvíjí své aktivity, modernizuje své výrobní prostředí a přizpůsobuje se měnícím se podmínkám na trhu, což je mimo jiné patrné i s rostoucí hodnoty bilanční sumy. Pohled na majetkovou a finanční strukturu společnosti poukázal na specifika výrobní činnosti společnosti a také na strategii financování společnosti.

Podle mého názoru mohou poskytnout výstižný pohled na hospodaření a finanční zdraví společnosti výsledky analýzy poměrových ukazatelů, z nichž jsou vybrané ukazatele a jejich hodnoty uvedeny přehledně v tabulce (Tab. 6). Jedná se o srovnání výsledků dosažených společností a průměru v odvětví za rok 2010.

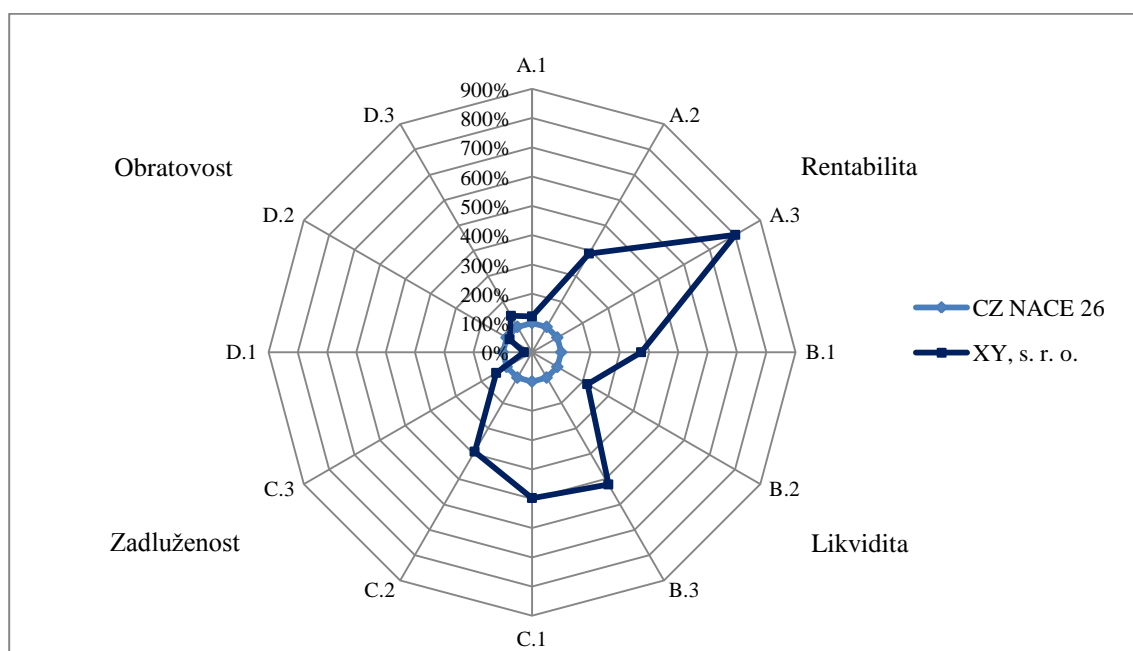
Tab. 6. Porovnání poměrových ukazatelů společnosti XY, s. r. o. a odvětví CZ NACE 26 v roce 2010 (vlastní zpracování dle XY, s. r. o.; MPO ČR 2010, 2011)

rok 2010		XY, s. r. o.	CZ NACE 26
Rentabilita	A.1 Rentabilita vlastního kapitálu	14,31%	-63,63%
	A.2 Rentabilita aktiv	12,08%	-4,18%
	A.3 Rentabilita tržeb	9,50%	-1,35%
Likvidita	B.1 Běžná likvidita	3,04	0,82
	B.2 Pohotová likvidita	1,30	0,60
	B.3 Hotovostní likvidita	0,43	0,08
Zadluženost	C.1 Krytí DM vlastním kapitálem	1,29	0,26
	C.2 Krytí DM dlouh. kapitálem	1,57	0,40
	C.3 Úrokové krytí	10,88	-26,41
Aktivita	D.1 Obrat aktiv	1,02	3,69
	D.2 Obrat pohledávek	7,52	8,52
	D.3 Obrat závazků	6,54	4,55

Na první pohled zřejmé, že společnost si ve všech oblastech kromě aktivity vede, někdy až významně, lépe. Zatímco rentabilita v odvětví vykazuje již od roku 2008 záporné hodnoty, společnosti se daří rentabilitu stále zvyšovat. Dosahuje uspokojivých hodnot rentability vlastního i celkového kapitálu a využívá je tedy efektivně. V oblasti likvidity dosahuje společnost taktéž lepších výsledků. Hodnoty ukazatelů likvidity jsou však vyšší a je mož-

né, že společnost nevyužívá své peněžní prostředky zcela efektivně, což se může projevat negativně na rentabilitě hospodaření společnosti. Z ukazatelů zadluženosti je patrné, že společnost preferuje vlastní kapitál před cizím a dlouhodobý kapitál před krátkodobým. Financování převážně těmito druhy kapitálu je spojeno s vyššími náklady financování, ale také s vyšší finanční stabilitou. Ukazatel multiplikátoru vlastního kapitálu potvrdil pozitivní vliv zvýšení zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu. Jedinou oblastí, ve které společnost dosahuje slabších výsledků než je průměr v odvětví, je aktivita. Na obratu aktiv se značně projevuje obratovost zásob, která je z důvodu nutnosti držení vysokých zásob materiálu a polotovarů poměrně dosti nízká. Schopnost rychle a flexibilně reagovat na poptávku je však zároveň velkou konkurenční výhodou společnosti.

I z obrázku (Obr. 4), jsou patrné výše popsané skutečnosti. Je zde zobrazen paprskový graf, kde je znázorněna křivka vyjadřující výši ukazatelů analyzované společnosti a dále i linie odvětví (= 100 %), která slouží jako základna pro výpočet polohy ukazatelů analyzované společnosti.



Obr. 4. Porovnání poměrových ukazatelů společnosti XY, s. r. o. a odvětví CZ NACE 26 v roce 2010 (vlastní zpracování dle XY, s. r. o.; MPO ČR, 2010, 2011)

Celkově se společnost XY, s. r. o. jeví na základě výsledků finanční analýzy jako velmi stabilní a prosperující, finančně zdravá firma, která má předpoklady takovou zůstat i do budoucna. Myslím si, že lze říci, že podle dosavadních výsledků není nijak ohrožen předpoklad neomezeného trvání společnosti.

8 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY A SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Generátory hodnoty představují základní podnikohospodářské veličiny, které významně ovlivňují hodnotu podniku. Proto je nutné je analyzovat a odhadnout jejich vývoj do budoucna, což je následně základem pro sestavení finančního plánu. Do generátorů hodnoty vstupují majetkové a výsledkové položky, které pocházejí pouze z hlavní provozní činnosti podniku a proto analýze a prognóze generátorů hodnoty předchází rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná.

8.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Při rozdělování aktiv na provozně nutná a nenutná (viz příloha P XVI) byly za provozně nenutná aktiva označeny a vyčleněny v každém roce podíly společnosti v jiných dvou obchodních společnostech (dlouhodobé cenné papíry a vklady v hodnotě 45 000 Kč), které nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností společnosti. Zbývající část dlouhodobého finančního majetku byla ponechána v provozně nutných aktivech, protože se jedná o podíly ve společnosti, která zajišťuje pro společnost XY, s. r. o. technické služby, které jsou důležité pro její provoz. V roce 2007 byl vyčleněn z provozně nutných aktiv jeden nevyužívaný stroj. V roce 2009 došlo taktéž k vyčlenění dvou nevyužívaných zařízení. Z oběžného majetku byla také vyčleněna část krátkodobého finančního majetku (bankovní účty pokladna) a to na základě potřebné výše ukazatele likvidity prvního stupně stanovené vedoucí ekonomického úseku společnosti na hodnotu 0,4. Všechny ostatní položky majetku společnosti jsou považovány za provozně nutné.

Protože je žádoucí, zjistit hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech, bylo nutné udělat ještě jednu korekci. Oběžná aktiva musejí být snížena o všechny závazky, u kterých není možné explicitně vyčíslit jejich náklady. Jedná se o „upravený pracovní kapitál“. Z tohoto důvodu byly vyčleněny dlouhodobé závazky společnosti, které představují neúročené půjčky společníků do této společnosti.

Současně s rozdělením aktiv je nutné provést i korekci hospodářského výsledku v jednotlivých letech analyzovaného období a vyčlenit tak výnosy a náklady, které byly spojeny s provozně nenutným majetkem a byly tedy začleněny do výsledku hospodaření (viz příloha P XVI). V jednotlivých letech byl provozní výsledek hospodaření upraven o odpisy ze všech tří nevyužívaných zařízení a v každém roce sledovaného období byly vy-

loučeny i zisky z prodeje majetku a materiálu (tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu).

Díky těmto úpravám byla v jednotlivých letech zjištěna výše provozně nutného investovaného kapitálu, který bude dále analyzován v rámci analýzy generátorů hodnoty. Byly zjištěny také hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření, jehož analýza a prognóza budou následně východiskem pro výnosové oceňovací metody.

8.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

V této kapitole jsou analyzovány vybrané generátory hodnoty společnosti a je odhadnut i jejich vývoj pro budoucí období, pro které bude sestavován finanční plán.

Prvním generátorem hodnoty jsou **tržby**, jejichž prognóza byla výsledkem strategické analýzy. V následující tabulce (Tab. 7) je zachycena jejich výše v jednotlivých letech analyzovaného období, jejich prognóza pro období let 2012 - 2014 a tempo jejich růstu.

Tab. 7. Analýza a prognóza tržeb (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tempo růstu		-8,94%	-19,56%	11,86%	2,79%	0,76%	3,78%	3,65%
průměrné tempo růstu		-2,77%				2,73%		
tržby (tis. Kč)	219 068	199 482	160 468	179 504	184 508	185 915	192 951	199 993

Dalším generátorem hodnoty je **provozní zisková marže** (před odpočtem odpisů a daní). V tabulkách (Tab. 8) a (Tab. 9) je uveden propočten a prognóza ziskové marže dvěma možnými způsoby výpočtu. Prognóza ziskové marže vychází ze stanovisek managementu společnosti, která jsou podložena závěry z předchozích analýz.

Tab. 8. Prognóza ziskové marže shora (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
KPVH před odpisy	32 658	20 541	17 900	17 522	27 006	27 237	30 197	34 299
průměrné tempo růstu		0,51%				8,44%		
zisková marže	14,91%	10,30%	11,15%	9,76%	14,64%	14,65%	15,65%	17,15%

Provozní zisková marže vykazuje v analyzovaném období kolísavý trend. Vzhledem k tomu, že od roku 2010 lze pozorovat rostoucí tendenci ziskové marže a zejména na základě posouzení finanční situace a konkurenční síly společnosti management předpokládá, že zisková marže si zachová i nadále mírně rostoucí trend. Z prognózované ziskové marže a tržeb společnosti je dopočten korigovaný provozní VH pro budoucí roky.

Stejných výsledků bylo dosaženo i druhým způsobem výpočtu ziskové marže a to na základě podrobnější analýzy a prognózy dílčích položek nákladů a výnosů zachycených v tabulce (Tab. 9). Analýza výkonové spotřeby ukazuje, že trend jejího vývoje se obvykle shoduje s trendem vývoje tržeb. Proto je pro výkonovou spotřebu plánován rostoucí trend, avšak pomalejším tempem než tempo růstu tržeb. Pro položku změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby je plánován klesající trend a to v roce 2012 o 5 % a v příštích dvou letech o 10 %. Snahou společnosti je snižovat množství zásob hotových výrobků, což se jí od roku 2009 vcelku dařilo. Mzdové náklady, které jsou hlavní složkou osobních nákladů, se vyvíjejí na základě tržeb. Společnost každoročně navyšuje svým zaměstnancům mzdy na základě vývoje míry inflace a v případě dobrého hospodářského výsledku vyplácí ke mzdám navíc i mimořádné prémie. To je také patrné z analýzy vývoje osobních nákladů. Na základě prognózy růstu tržeb jsou tedy i obdobným tempem (nepatrně nižším) plánovány mzdové respektive osobní náklady. Ostatní položky tvořily v minulých letech zejména daně a poplatky, výnosy z prodeje odpadů z výroby, skonta poskytnutá společností a jiné drobné položky provozních nákladů. Jejich výše má v analyzovaném období vcelku stabilní podíl na tržbách a proto jsou plánovány na přibližně stejné úrovni, přičemž u ostatních nákladů je tento podíl cca 1,5% a u ostatních výnosů cca 5,4%.

Tab. 9. Prognóza ziskové marže zdola (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tržby	219 068	199 482	160 468	179 504	184 508	185 915	192 951	199 993
zm. stavu vnitrop. zásob vl. výroby	-14 795	-17 205	-9 225	-11 740	-10 318	-9 802	-8 822	-7 940
výkonová spotřeba	137 890	130 517	102 982	113 168	106 290	106 928	110 136	113 330
osobní náklady	38 743	41 204	36 498	42 554	48 505	49 960	50 959	51 979
ostatní náklady	285	303	301	2 135	2 871	2 478	2 895	3 150
ostatní výnosy	5 303	10 288	6 438	7 615	10 482	10 490	10 057	10 704
KPVH před odpisy	32 658	20 541	17 900	17 522	27 006	27 237	30 197	34 299
zisková marže	14,91%	10,30%	11,15%	9,76%	14,64%	14,65%	15,65%	17,15%

Dalším generátorem hodnoty je **pracovní kapitál**. Pracovní kapitál byl analyzován na základě doby obratu jeho jednotlivých součástí. Doba obratu byla vypočítána z tržeb za vlastní výrobky a služby. Doba obratu zásob se u společnosti pohybuje ve vyšších hodnotách (68 - 138 dnů) a to z důvodu nutnosti držet vysoké zásoby materiálu a polotovarů, protože společnost garantuje svým zákazníkům velmi krátké dodací lhůty, což je jedna z jejích silných konkurenčních výhod. To je také důvod, proč dobu obratu zásob nelze výrazně snižovat. Pro rok 2012 je plánovaná doba obratu zásob na 90 dnů a pro následující dva roky na 85 dnů. Doba obratu pohledávek se v analyzovaném období pohybuje průměr-

ně kolem 34 dnů, což vypovídá o dobré platební morálce odběratelů společnosti. Protože společnost obvykle poskytuje lhůtu pro splacení pohledávek 14 - 21 dnů (pro přeprodejce 30 dnů a pro velké firmy jako např. ČEZ nebo Barum až 60 dnů) je v budoucnu plánována snaha o mírné snižování doby obratu pohledávek na úroveň cca 25 - 30 dnů. Svě závazky společnost splácí v době splatnosti. Záleží především na smluvených podmínkách. Společnost odebírá značnou část potřebného materiálu pro výrobu z Německa. Obvyklá platební lhůta je 30 dnů, v případě zaplacení do 10 dnů je společnosti poskytováno skonto, které většinou využije. Průměrná doba splacení závazků z obchodních vztahů se pohybuje kolem 20 dnů. Pro budoucí období je plánována doba obratu těchto závazků na úrovni 22 - 25 dnů. Doby obratu ostatních závazků jsou pro budoucí období plánovány na stabilní úrovni. Pracovní kapitál bylo nutné upravit navíc o položku dlouhodobých závazků, které představují dlouhodobé půjčky společníků do této společnosti a které jsou neúročené. Na tento kapitál není možné explicitně stanovit náklady, a proto podle pravidel modifikace pracovního kapitálu pro účely ocenění společnosti, musí k této úpravě dojít. Při těchto modifikacích není prioritní doba splatnosti kapitálu, ale právě skutečnost, zda je či není možné stanovit na takový kapitál náklady.

Tab. 10. Upravený pracovní kapitál (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
zásoby	40 995	46 275	40 914	58 533	69 584	45842	44934	46574
pohledávky	16 178	16 412	16 254	29 184	20 515	15281	15859	13698
peněžní prostředky nutné	6 360	2 357	1 010	13 424	5 846	7131	7401	6575
časové rozlišení aktivní	2 117	1 131	602	655	730	500	500	500
krátkodobé závazky	15 900	5 893	2 525	33 561	14 616	17827	18502	16438
časové rozlišení pasivní	459	70	729	4 592	2 648	1000	1000	1000
neúročené dlouhodobé závazky	20 819	20 819	20 819	20 819	20 819	20 819	20 819	20 819
upravený pracovní kapitál	28 472	39 393	34 707	42 824	58 592	29 107	28 372	29 090
$k_{WC(1)}$	-87,15%					-190,51%		
$k_{WC(2)}$	13,00%	19,75%	21,63%	23,86%	31,76%	15,66%	14,70%	14,55%

Provozně nutná výše likvidity stanovená při vymezení provozních a neprovozních aktiv zůstává i v plánovaném období na úrovni 0,4. Upravený pracovní kapitál vykazuje v minulém období většinou rostoucí trend. Pro budoucí období jsou plánovány nižší hodnoty pracovního kapitálu, na což mají vliv snahy o snižování stavu zásob a doby obratu obchodních pohledávek. Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu ($k_{WC(1)}$) vykazuje v plánovaném období zápornou hodnotu, která je způsobena převážně snižováním pracovního kapitálu při současně plánovaném růstu tržeb, což se pro společnost jeví pozitivně.

Koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál ($k_{WC(2)}$) představuje podíl pracovního kapitálu na tržbách. I zde je patrný klesající trend v plánovaném období.

V následující tabulce (Tab. 11) je uveden výpočet dob obratu položek pracovního kapitálu z tržeb, na základě kterých byly pak tyto položky prognózovány.

Tab. 11. Doby obratu položek pracovního kapitálu z tržeb (vlastní zpracování dle Mařika et al., 2011)

(ve dnech)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
zásoby celkem	68	85	93	119	138	90	85	85
• materiál	39	54	51	60	52	50	45	45
• nedokončená výroba	29	31	42	59	85	40	40	40
obchodní pohledávky	26	30	34	46	34	30	30	25
krátkod. závazky celkem	26	11	6	68	29	35	35	30
• obchodní	18	15	14	57	17	25	25	22
• zaměstnanci	4	4	4	5	5	5	5	4
• soc. zabezp.	2	3	3	3	4	3	3	2
• stát	2	-11	-15	3	2	2	2	2

Jedním z generátorů hodnoty jsou i **investice do dlouhodobého majetku**. Společnost pravidelně investuje nemalou část finančních prostředků do výzkumu a vývoje a do hmotného i nehmotného majetku. V následující tabulce (Tab. 12) jsou stručně zachyceny plánované investice společnosti pro období let 2012 - 2014 tak, jak je plánují manažeři společnosti.

Tab. 12. Odhad investic pro růst tržeb v letech 2012 - 2014 (vlastní zpracování dle údajů společnosti XY, s. r. o.)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014	celkem
nehmotný majetek	1 650	1 500	1 500	4 650
stavby	0	0	0	0
samostatné movité věci	7 470	8 500	8 500	24 470
celkem	9 120	10 000	10 000	29 120

8.3 Sestavení finančního plánu

Pro ocenění společnosti pomocí výnosových metod je nutné sestavit kompletní finanční plán, který se skládá z hlavních finančních výkazů (výkaz zisků a ztrát, rozvaha, výkaz peněžních toků). Analýza a prognóza generátorů hodnoty zde poskytuje východisko pro sestavení finančního plánu, protože jimi byly naplánovány stěžejní položky finančních výkazů. Finanční plán je sestavován pro období let 2012 - 2014, rok 2011 je v tabulkách uváděn pro srovnání.

8.3.1 Plánovaný výkaz zisků a ztrát

Tabulka (Tab. 13) zachycuje hlavní položky plánované výsledovky. Jedná se zde o náklady a výnosy spojené s provozně nutným majetkem. Většina položek byla převzata z prognózy generátorů hodnoty. Zbývá tedy objasnit jen některé z následujících položek.

Tab. 13. Plán výnosů a nákladů spojených s provozním majetkem (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014
obchodní marže	-53	0	0	0
tržby za prodej vl. výrobků a služeb	184 508	185 915	192 951	199 993
výkony	174 190	176 113	184 129	192 053
zm. stavu vnitrop. zásob vl. vyr. aktivace	-10 318	-9 802	-8 822	-7 940
výkonová spotřeba	106 290	106 928	110 136	113 330
přidaná hodnota	67 900	69 185	73 994	78 724
osobní náklady	48 505	49 960	50 959	51 979
daně a poplatky	90	93	96	100
odpisy	13 556	12 247	13 661	14 860
ostatní provozní položky	7 754	8 105	7 258	7 654
korigovaný provozní VH	13 450	14 990	16 535	19 439

Společnost neplánuje žádnou obchodní marži, hodlá vyrábět a prodávat pouze své vlastní výrobky. Položka daní a poplatků byla plánována na základě stabilního podílu na tržbách v minulosti, který činí přibližně 0,05 %. Odpisy jsou odvozeny z plánu dlouhodobého majetku, investic a odpisů společnosti. Ostatní provozní položky byly převzaty z prognózy ziskové marže zdola uvedené v tabulce (Tab. 9). Korigovaný provozní výsledek hospodaření byl pak vypočten vždy jako součet přidané hodnoty a ostatních provozních položek, od kterého byly odečteny osobní náklady, daně a poplatky a odpisy.

Tabulka (Tab. 14) zachycuje placené nákladové úroky, které představují náklady na cizí kapitál společnosti. Jedná se tedy o úroky z dlouhodobého úvěru společnosti a jsou plánovány v konstantní výši stejně jako v minulém roce.

Tab. 14. Plán nákladů na cizí kapitál (vlastní zpracování dle údajů společnosti)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014
nákladové úroky	2 396	2 396	2 396	2 396

V tabulce (Tab. 15) jsou uvedeny výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem. Jsou zde výnosové úroky z krátkodobého finančního majetku vypočítané jako 0,5 % z výše peněžních prostředků k počátku roku a odpisy provozně nenutného majetku (jedná se o dva stroje - v roce 2011 a 2012 součet odpisů 15 000 Kč za první stroj a 36 000 Kč poslední

odpis za druhý stroj, v letech 2013 a 2014 15 000 Kč již pouze za první stroj). Další náklady a výnosy s neprovozním majetkem spojeny nejsou.

Tab. 15. Plán výnosů a nákladů spojených s neprovozním majetkem (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014
výnosové úroky z KFM	73	152	406	514
odpisy z neprovozního majetku (stroje)	51	51	15	15
VH z neprovozního majetku	22	101	391	499

V tabulce (Tab. 16) je uveden celkový výsledek hospodaření v jednotlivých letech plánovaného období. Mimořádné výsledky hospodaření nejsou plánovány. Ve všech letech je plánováno se stejnou daňovou sazbou z příjmu právnických osob ve výši 19 %.

Tab. 16. Plánovaný celkový výsledek hospodaření (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014
mimořádný VH před daní	0	0	0	0
celkový VH před daní	11 076	12 695	14 530	17 542
daň	2104	2412	2761	3333
VH za účetní období po dani	8 972	10 283	11 769	14 209

8.3.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

Z plánované výsledovky v tabulce (Tab. 13) je převzat korigovaný provozní výsledek hospodaření a ten je zdaněn předpokládanou sazbou 19 %. Převezata je i výše odpisů v jednotlivých letech. Z plánu provozně nutného pracovního kapitálu v tabulce (Tab. 10) jsou převzaty meziroční změny zásob, pohledávek, krátkodobých závazků a časového rozlišení. Dále je doplněn peněžní tok z investiční oblasti, kde jsou hodnoty plánovaných investic v jednotlivých letech uvedené v rámci prognózy generátorů hodnoty.

Tab. 17. Plánovaný peněžní tok z provozního majetku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
<i>stav peněžních prostředků na poč. období</i>	30 472	73 330	88 409
KPVH před daní	14 990	16 535	19 439
daň připadající na korigovaný VH	2 848	3 142	3 693
korigovaný provozní VH po dani	12 142	13 393	15 745
úpravy o nepeněžní operace	12 247	13 661	14 860
odpisy dlouh. majetku (prov. nutného)	12 247	13 661	14 860
úpravy oběžných aktiv (prov. nutných)	30 769	1 005	-1 543
změna stavu pohledávek	5 234	-578	2 161
změna stavu krátk. závazků	3 211	675	-2 064
změna stavu zásob	23 742	908	-1 640
změna časového rozlišení A i P celkem	-1 418	0	0
peněžní tok z provozní činnosti celkem	55 158	28 059	29 062

nabytí DM provozně nutného	-9 120	-10 000	-10 000
peněžní tok z investiční činnosti celkem	-9 120	-10 000	-10 000
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZ. MAJETKU CELKEM	46 038	18 059	19 062

Opět je zde nutné zahrnout do výpočtů i náklady na cizí kapitál. Platba nákladových úroků v jednotlivých letech plánu je uvedena v tabulce (Tab. 18).

Tab. 18. Plánované platby nákladových úroků (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKŮ	-2 396	-2 396	-2 396

Pro úplnost je v následující tabulce (Tab. 19) uveden i plánovaný peněžní tok z neprovozního majetku. Objevují se tu zmíněné výnosové úroky a také položka difference v platbě daně vypočtené z celkového VH oproti dani vypočtené z korigovaného provozního VH. Tato difference zahrnuje daň z výnosů z neprovozního majetku a daňovou úsporu z nákladových úroků. S nabytím či prodejem neprovozního majetku není uvažováno.

Tab. 19. Plánovaný peněžní tok z neprovozního majetku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
příjmy z neprovoz. majetku	896	1 077	1 337
výnosové úroky z KFM	152	347	404
difference v platbě daně oproti dani z KPVH	744	730	933
nabytí neprovozního majetku	0	0	0
prodej neprovozního majetku	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZ. MAJETKU CELKEM	896	1 077	1 337

Tabulka (Tab. 20) zachycuje plánované peněžní toky z finanční činnosti. Jsou zde zachyceny splátky dlouhodobého bankovního úvěrů společnosti. Žádné nové dlouhodobé ani krátkodobé úvěry společnost do budoucna neuvažuje využít. Výplaty podílů na zisku majitelům společnosti jsou zde naplánovány ve výši 4 000 tis. Kč v roce 2012 a v dalších dvou letech ve výši 3 500 tis. Kč.

Tab. 20. Plánovaný peněžní tok z finanční činnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
změna stavu dlouh. závazků	0	0	0
změna dlouh. bankovních úvěrů	-1 680	-1 680	-1 680
změna stavu krátk. bankovních úvěrů	0	0	0
výplata podílů ze zisku	-4 000	-3 500	-3 500
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	-5 680	-5 180	-5 180

Výsledný součet dílčích peněžních toků v každém roce plánu je zachycen v následující tabulce (Tab. 21). Jeho přičtením ke stavu peněžních prostředků na počátku daného účetního období respektive roku je získán stav peněžních prostředků na konci období. Tyto hodnoty peněžních prostředků jsou potom převedeny do oběžného majetku do plánované rozvahy. Z hodnot peněžních toků je patrný rostoucí trend, což lze hodnotit pozitivně.

Tab. 21. Plán celkových peněžních toků (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
<i>stav peněžních prostředků na počátku období</i>	30 472	69 330	80 890
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	38 858	11 560	12 823
<i>stav peněžních prostředků na konci období</i>	69 330	80 890	93 713

8.3.3 Plánovaná rozvaha

Posledním z plánovaných výkazů je rozvaha, ve které se promítají oba předchozí plánované výkazy - výkaz zisků a ztrát i výkaz o peněžních tocích. Vývoj a změny hodnot jednotlivých položek dlouhodobého i oběžného majetku byly obsahem předchozích kapitol a vycházejí tedy z předchozích plánů, ve kterých byly podrobně komentovány. V tabulce (Tab. 22) jsou zachycena plánovaná aktiva společnosti v jednotlivých letech plánu.

Tab. 22. Plánovaná majetková struktura společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
AKTIVA celkem	234 642	241 906	248 870
Dlouhodobý majetek	103 689	99 723	94 385
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek - provozní</i>	4 562	5 120	6 030
<i>Dlouhodobý hmotný majetek - provozní</i>	98 112	93 603	87 370
<i>Dlouhodobý hmotný majetek - neprovozní</i>	165	150	135
<i>Dlouhodobý finanční majetek - provozní</i>	805	805	805
<i>Dlouhodobý finanční majetek - neprovozní</i>	45	45	45
Oběžná aktiva	130 453	141 683	153 985
<i>Zásoby</i>	45 842	44 934	46 574
Materiál	25 468	23 788	24 657
Nedokončená výroba a polotovary	20 374	21 145	21 917
Výrobky	0	0	0
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	15 281	15 859	13 698
Pohledávky z obchodních vztahů	15 281	15 859	13 698
Jiné pohledávky	0	0	0
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	69 330	80 890	93 713
provozně potřebný	7 131	7 401	6 575
provozně nepotřebný	62 199	73 489	87 138
Časové rozlišení	500	500	500

Následující tabulka (Tab. 23) znázorňuje plánovanou finanční strukturu společnosti v období let 2012 - 2014. Základní kapitál, kapitálové fondy a fondy ze zisku jsou do budoucna ponechány na stejné úrovni. Nerozdělený výsledek hospodaření minulých let byl vždy vypočten jako součet nerozděleného VH minulých let ke konci minulého roku a VH za běžné období z minulého roku, od kterého byly odečteny vyplacené podíly na zisku v běžném roce. Výsledek hospodaření běžného účetního období byl převzat ze závěrečné části výsledovky z tabulky (Tab. 16). Rezervy zůstávají do budoucna beze změny, nulové. Společnost nepředpokládá jejich tvorbu. Dlouhodobé závazky zůstávají taktéž beze změny, ve stejné výši (jedná se o dlouhodobé půjčky od majitelů společnosti). Jednotlivé položky krátkodobých závazků byly převzaty z prognózy generátorů hodnoty, tedy z plánu pracovního kapitálu. Společnost v minulosti nevyužívala žádné krátkodobé bankovní úvěry či výpomoci a nepočítá s nimi ani do budoucna. Výše dlouhodobého bankovního úvěru, který společnost čerpá, se mění v závislosti na splátkách tohoto úvěru (každoroční splátka činí 1680 tis. Kč). Během plánovaného období společnost neuvažuje přijetí žádného nového dlouhodobého bankovního úvěru.

Tab. 23. Plánovaná finanční struktura společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
PASIVA celkem	234 642	241 906	248 870
Vlastní kapitál	187 515	195 784	206 493
<i>Základní kapitál</i>	15 000	15 000	15 000
<i>Kapitálové fondy</i>	555	555	555
<i>Fondy ze zisku</i>	1 500	1 500	1 500
<i>VH minulých let</i>	160 177	166 960	175 229
<i>VH běžného účetního období</i>	10 283	11 769	14 209
Cizí zdroje	46 126	45 121	41 377
<i>Rezervy</i>	0	0	0
<i>Dlouhodobé závazky</i>	20 819	20 819	20 819
<i>Krátkodobé závazky</i>	17 827	18 502	16 438
Závazky z obchodních vztahů	12 734	13 216	12 054
Závazky k zaměstnancům	2 547	2 643	2 192
Závazky ze soc. zabezp. a zdrav. pojištění.	1 528	1 586	1 096
Stát - daňové závazky a dotace	1 019	1 057	1 096
<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	7 480	5 800	4 120
Bankovní úvěry dlouhodobé	7 480	5 800	4 120
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0
Časové rozlišení	1 000	1 000	1 000

8.3.4 Finanční analýza plánu a jeho zhodnocení

Po sestavení finančního plánu je vhodné jej podrobit stručné finanční analýze, která by měla potvrdit předpoklad o dobrých perspektivách společnosti, který vyplýval ze strategické a finanční analýzy.

Tato stručná analýza je uvedena v příloze P XVII. Z vývoje hodnot uvedených ukazatelů je patrné, že by se společnost neměla potýkat s problémy s likviditou, měla by si i nadále udržet celkovou finanční stabilitu a dosahovat uspokojivých hodnot ukazatelů rentability. Z vývoje hodnot ukazatelů aktivity je patrná snaha společnosti zvyšovat obrat zásob a řešit tak tuto problémovou oblast.

Z těchto závěrů vyplývá, že by společnost XY, s. r. o. měla být i v budoucnu schopna tvořit hodnotu pro své vlastníky a udržet si dobré finanční zdraví. **Tím by měl být v tuto chvíli naplněn předpoklad neomezeného trvání společnosti jakožto hlavní podmínky pro využití výnosových metod oceňování.**

9 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ

Provedení strategické a finanční analýzy byly nezbytnými kroky pro sestavení finančního plánu společnosti XY, s. r. o., ze kterého budou nyní vstupovat do výpočtů u jednotlivých výnosových metod oceňování potřebné parametry.

Metody oceňování založené na analýze výnosů vychází z poznatku, že ekonomická hodnota aktiva závisí na příjmech, které v budoucnu z tohoto aktiva poplynou. Tyto budoucí příjmy je však nutné diskontovat a tím je převést na současnou hodnotu k datu ocenění. Diskontní míra je velice významným parametrem vstupujícím do výpočtů a její stanovení bude obsahem následujících kapitol.

9.1 Vymezení kategorie hodnoty, data a účelu ocenění

Cílem celé této práce je stanovit tržní hodnotu společnosti XY, s. r. o. za pomoci výnosových metod oceňování. Toto ocenění bude mít pro společnost čistě informativní charakter. Ocenění je realizováno k datu 1. 1. 2012.

9.2 Stanovení diskontní míry

Prostřednictvím diskontní míry se do hodnoty podniku promítá faktor času a rizika. Pro jednotlivé metody oceňování je důležité stanovení diskontní míry jak na úrovni celé společnosti, což bude v podobě vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC), tak i zvlášť na úrovni vlastníků společnosti, což bude v podobě nákladů na vlastní kapitál.

9.2.1 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Pro odhad nákladů na vlastní kapitál jsou zde využity dvě metody. Jednu z nich představuje model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) a druhou tzv. stavebnicový model.

Pro model CAPM je nutné znát bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii kapitálového trhu a koeficient β vyjadřující relativní rizikovost daného podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu. Vzorec pro výpočet podle tohoto modelu je uveden v kapitole 3.3.4.

V tabulce (Tab. 24) je uvedena hodnota bezrizikové úrokové míry z ledna letošního roku 2012 z údajů ČNB. Riziková premie je určena ratingem země, který určuje přírůžku k základnímu riziku. Podle údajů na webových stránkách Damodaran Online je rating České republiky stanoven jako A1, celková riziková premie je ve výši 7,28 % a riziková přírůžka země je zde uvedena ve výši 1,28 % (riziková premie je tedy 8,56 %). Hodnotu koe-

ficientu β je v případě společnosti XY, s. r. o. nutné určit náhradními odhady. Na výše zmíněných webových stránkách lze nalézt i hodnoty koeficientu β při nulovém zadlužení pro jednotlivá odvětví průmyslu. Z nabízených odvětví jsem zvolila odvětví průmyslu v původním názvu „Electronics“. Hodnota koeficientu β zde byla uvedena k lednu letošního roku 2012 ve výši 1,07. Pro společnost byla na základě této hodnoty dopočtena hodnota koeficientu při zadlužení podle vzorce pro výpočet uvedeného v kapitole 3.3.4, kde byla dosazena daňová sazba ve výši 19 %, daný parametr β_N roven 1,07 a hodnoty vlastního a cizího kapitálu k datu ocenění (1. 1. 2012). Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál byla vypočtena podle vzorce v kapitole 3.3.4 jako $r_e = 3,39 + 1,28 \cdot 8,56 = 14,35$.

Tab. 24. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí CAPM (vlastní zpracování dle MPO ČR, 2010; Damodaran Online, 2012a, 2012b, 2012c; ARAD, 2012)

model oceňování kapitálových aktiv - CAPM	
r_f	3,39 %
β při nulovém zadlužení	1,07
β při zadlužení	1,28
riziková prémie	8,56 %
náklady na vlastní kapitál - r_e	14,35 %

Podstatou stavebnicového modelu je přičtení určitých rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Hodnoty těchto přírážek jsou vypočteny podle metodiky MPO ČR a jsou uvedeny v následující tabulce (Tab. 25).

Tab. 25. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody (vlastní zpracování dle MPO ČR, 2010, 2011)

stavebnicový model	2007	2008	2009	2010	2011
bezriziková úroková míra - r_f	4,28%	4,55%	4,67%	3,71%	3,83%
r_{LA}	4,91%	4,81%	4,83%	4,81%	4,69%
$r_{podnikatelské}$	0,00%	0,00%	0,00%	3,00%	3,00%
$r_{FinStab}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
r_{FinStr}	0,64%	0,71%	0,90%	1,03%	1,21%
r_e	9,83%	10,07%	10,40%	12,55%	12,73%
váha	1	2	3	4	5
průměrná hodnota r_e	11,67%				

Jsou zde vypočteny hodnoty nákladů na vlastní kapitál v jednotlivých letech minulého období, přičemž jsou těmto hodnotám přiděleny váhy (poslední hodnota má největší váhu a

v dalších letech se snižuje) a výsledkem je vážený průměr těchto hodnot. Průměrná hodnota nákladů na vlastní kapitál byla v daném období rovna 11,67 %.

Výsledky těchto dvou metod stanovení nákladů na vlastní kapitál jsou souhrnně uvedeny v tabulce (Tab. 26). Pro stanovení hodnoty nákladů na vlastní kapitál jsem použila vážený aritmetický průměr výsledků těchto dvou metod, přičemž větší váhu jsem přidělila stavebnicové metodě, protože tuto metodiku upřednostňuje MPO ČR a především proto, že vychází z dat české ekonomiky a průmyslu.

Tab. 26. Stanovení nákladů na vlastní kapitál váženým průměrem (vlastní zpracování)

metoda výpočtu nákladů na VK	váha	hodnota nákladů na VK - r_c
CAPM	1	14,35 %
stavebnicová metoda	2	11,67 %
průměrná hodnota nákladů na VK		12,56 %

9.2.2 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Pro účely ocenění společnosti budou náklady na cizí kapitál odvozeny z úrokové sazby dlouhodobého bankovního úvěru, který společnost čerpá. Tato úroková sazba činí v nominální výši 8,5 %.

9.2.3 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)

Průměrné náklady celkového kapitálu společnosti jsou zde vypočteny jako vážený aritmetický průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, přičemž vahami jsou podíly příslušného kapitálu na celkovém kapitálu společnosti. Vycházím zde z podílů jednotlivých druhů kapitálu na celkovém kapitálu k datu ocenění (1. 1. 2012). Náklady na cizí kapitál jsou vynásobeny výrazem $(1-d)$, ve kterém d je daňová sazba ve výši 19 %, která zde působí jako daňový štít (úroky z cizího kapitálu jsou daňově uznatelným nákladem snižujícím základ daně). Výpočet je tedy $n_{CK} = 8,5 \cdot (1 - 0,19) = 6,885 \approx 6,89$.

Tab. 27. Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál společnosti - WACC (vlastní zpracování)

	náklad	váha	náklad · váha
vlastní kapitál	12,56 %	80,25 %	10,08 %
cizí kapitál (po dani)	6,89 %	19,75 %	1,36 %
WACC		100 %	11,44 %

Na základě doporučení Maříka et al. (2011, s. 168) jsou i explicitně neúročené závazky ve skupině dlouhodobých závazků zahrnuty do výpočtu WACC spolu s úročeným kapitálem.

9.3 Ocenění společnosti metodou diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní výnosovou metodou. První variantou výpočtu hodnoty společnosti zde bude **metoda DCF entity**, jejíž podstatou je diskontování peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům podniku, čímž se získá hodnota podniku jako celku (brutto hodnota). Odečtením hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění od této hodnoty se získá hodnota vlastního kapitálu (netto hodnota). Budoucí období je zde rozděleno na dvě fáze. První fázi představuje období, pro které byl sestaven finanční plán a pro které tedy lze prognózovat volné peněžní toky v jednotlivých letech. Pro druhou fázi je určena pokračující hodnota na základě Gordonova a parametrického modelu.

Pro následující výpočty je nejdříve nutné vymežit investovaný provozně nutný kapitál, což poskytne vstupní parametry do výpočtu volných peněžních toků (investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku). Uvedené hodnoty provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu v tabulce (Tab. 28) vycházejí z plánované rozvahy.

Tab. 28. Stanovení investovaného provozně nutného kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014
provozně nutný dlouhodobý majetek	107 315	103 479	99 528	94 205
provozně nutný upravený pracovní kapitál	58 592	29 107	28 372	29 090
provozně nutný investovaný kapitál (K)	165 907	132 586	127 900	123 295

V tabulce (Tab. 29) je znázorněn výpočet volných peněžních toků do společnosti (viz příloha P XVIII), ze kterých pak vycházejí výpočty pro stanovení hodnoty společnosti.

Tab. 29. Výpočet volných peněžních toků na úrovni entity - FCFE (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
korigovaný provozní VH před daněmi (KPVH _D)	14 990	16 535	19 439
- upravená daň z příjmů (KPVH _D · sazba daně)	2848	3142	3693
= korigovaný provozní VH po daních (KPVH_D)	12 142	13 393	15 745
+ odpisy	12 247	13 661	14 860
= předběžný peněžní tok z provozu	24 389	27 054	30 605
+ investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)	29 485	735	-718
+ investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-8 411	-9 710	-9 537
volný peněžní tok do společnosti (FCFE)	45 463	18 079	20 350

Z takto vypočtených volných peněžních toků se jejich diskontováním stanoví hodnota pro první fázi. Výpočet je uveden v tabulce (Tab. 30). Diskontní míra je zde stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál, a to ve výši 11,44 %. Výsledná současná hodnota první fáze je rovna 70 059 tis. Kč.

Tab. 30. Stanovení hodnoty první fáze pro metodu DCF entity (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
volný peněžní tok do společnosti (FCFF)	45 463	18 079	20 350
diskontní míra - WACC	11,44%	11,44%	11,44%
odúročitel pro diskontní míru 11,44 %	0,89734	0,80523	0,72256
diskontované FCFF k 1. 1. 2012	40 796	14 558	14 704
současná hodnota první fáze k 1. 1. 2012	70 059		

Pro stanovení hodnoty druhé fáze na základě parametrického modelu, je nutné pro něj určit vstupní parametry (viz kapitola 4.1.6). Jedním z nejdůležitějších parametrů je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku (g) během celé druhé fáze respektive do nekonečna. Východiskem pro toto tempo růstu je prognóza dlouhodobého růstu tržeb, která byla vyústěním strategické analýzy. Bylo stanoveno roční tempo růstu tržeb ve výši 2,74 %. Dalšími potřebnými parametry jsou korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy ($KPVH_{T+1}$) a rentabilita čistých investic (r_I), pro jejíž výpočet je nutné určit ještě investice netto ($I_{netto\ T+1}$) a míru investic (m_I). Diskontní míra (i_k) je na úrovni WACC, tedy ve výši 11,44 %.

$$KPVH_{2015} = KPVH_{2014} \cdot (1 + g) = 15\,745 \cdot (1 + 0,0274) \approx 16\,176 \text{ tis. Kč}$$

$$I_{netto2015} = K_{2014} \cdot g = 123\,295 \cdot 0,0274 \approx 3\,378 \text{ tis. Kč}$$

$$m_I = I_{netto2015} / KPVH_{2015} = 3\,378 / 16\,176 \approx 0,2088$$

$$r_I = g / m_I = 0,0274 / 0,2088 \approx 0,1312$$

Výpočet pokračující hodnoty **podle parametrického vzorce** (8) v kapitole 4.1.6 je takový:

$$PH = \frac{16176 \cdot \left(1 - \frac{0,0274}{0,1312}\right)}{0,1144 - 0,0274} \approx 147101 \text{ tis. Kč.}$$

Pro výpočet pokračující hodnoty na základě Gordonova vzorce je nutné určit volné cash flow v prvním roce druhé fáze ($FCFF_{T+1}$). Diskontní míra a tempo růstu jsou stejné jako v předchozím případě.

$$FCFF_{2015} = KPVH_{2015} - I_{netto2015} = 16\,176 - 3\,378 \approx 12\,798 \text{ tis. Kč}$$

Výpočet pokračující hodnoty **podle Gordonova vzorce** (7) v kapitole 4.1.6 je následující:

$$PH = \frac{12798}{0,1144 - 0,0274} \approx 147101 \text{ tis. Kč.}$$

Výsledky obou přístupů ke zjištění pokračující hodnoty jsou shodné. Pokračující hodnota je tedy rovna 147 101 tis. Kč.

Pokračující hodnotu je nyní nutné převést na současnou hodnotu druhé fáze, přičemž hodnota odúročitele je v tomto případě rovna $1,1144^{-3}$. V tabulce (Tab. 31) jsou zachyceny poslední úpravy výpočtu hodnoty vlastního kapitálu společnosti, které spočívají v odečtení úročeného cizího kapitálu a přičtení tržní hodnoty neprovozního majetku společnosti.

Úročený cizí kapitál tvoří k 31. 12. 2011 dlouhodobý bankovní úvěr, u něhož předpokládám, že se tržní hodnota neliší od účetní a neprovozní majetek představuje převážně peněžní prostředky nad stanovenou mez provozně nutné likvidity (24 626 tis. Kč), dále dlouhodobý finanční majetek (dlouhodobé cenné papíry a vklady ve výši 45 tis. Kč) a nepotřebná strojní zařízení (146 tis. Kč).

Tab. 31. Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody DCFE (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
současná hodnota první fáze k 1. 1. 2012	70 059
současná hodnota druhé fáze k 1. 1. 2012	106 290
provozní hodnota brutto	176 349
úročený cizí kapitál k datu ocenění	9 160
provozní hodnota netto	167 189
neprovozní majetek k datu ocenění	24 817
výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2012	192 006

Druhou variantou metody diskontovaných peněžních toků je **metody DCF equity**. Její podstatou je, že vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům společnosti a jejich diskontováním tedy získáváme přímo hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto). Postup výpočtu je uveden v příloze P XVIII a zde je zachycen v tabulce (Tab. 32). Je uvažována konstantní daňová sazba ve výši 19 %, splátky úročeného cizího kapitálu (dlouhodobého bankovního úvěru) jsou ve výši 1 680 tis. Kč ročně a společnost neplánuje přijetí žádného dalšího úročeného cizího kapitálu.

Tab. 32. Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky - FCFE (vlastní zpracování dle Mařika et al., 2011)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
korigovaný provozní VH před daněmi (KPVH _D)	14 990	16 535	19 439
upravená daň z příjmů (KPVH _D · sazba daně)	2 848	3 142	3 693
korigovaný provozní VH po daních (KPVH_D)	12 142	13 393	15 745
odpisy	12 247	13 661	14 860
investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)	29 485	735	-718
investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-8 411	-9 710	-9 537
FCF na úrovni entity	45 463	18 079	20 350
úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít	1 941	1 941	1 941
splátky úročeného cizího kapitálu	1 680	1 680	1 680
nově přijatý úročený cizí kapitál	0	0	0
volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)	41 842	14 459	16 730

Z takto vypočtených volných peněžních toků se opět jejich diskontováním stanoví hodnota pro první fázi. Výpočet je uveden v tabulce (Tab. 33). Diskontní míra je tentokrát stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál, které jsou ve výši 12,56 %. Výsledná současná hodnota první fáze je rovna 60 316 tis. Kč.

Tab. 33. Stanovení hodnoty první fáze pro metodu DCF equity (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2012	2013	2014
volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)	41 842	14 459	16 730
diskontní míra - WACC	12,56%	12,56%	12,56%
odúročitel pro diskontní míru 12,56 %	0,88842	0,78928	0,70121
diskontované FCFE k 1. 1. 2012	37 173	11 412	11 731
hodnota první fáze k 1. 1. 2012	60 316		

Pokračující hodnota (*PH*) je zde vypočtena na základě vzorce (11) uvedeného v kapitole 4.1.8. Kalkulovaná úroková míra je zde opět na úrovni nákladů na vlastní kapitál, předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze je na úrovni 2,74 % a odhad volného peněžního toku pro první rok druhé fáze, tedy pro rok 2015, je vypočten na základě výše volného peněžního toku v posledním roce plánu (2014), který je vynásoben výrazem $(1 + g)$, kde g je tempo růstu volného peněžního toku.

$$PH = \frac{16730 \cdot (1 + 0,0274)}{0,1256 - 0,0274} \approx 175034,644 \text{ tis. Kč}$$

Takto vypočtenou pokračující hodnotu je opět nutné diskontovat a tak převést na současnou hodnotu. Hodnota odůročitele je zde rovna $1,1256^{-3}$. V tabulce (Tab. 34) je uveden výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Použitím peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům společnosti, je docíleno toho, že výsledkem jejich diskontování je přímo hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto). Zbývá tedy už jen přičíst hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění.

Tab. 34. Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody DCFE (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
současná hodnota první fáze k 1. 1. 2012	60 316
současná hodnota druhé fáze k 1. 1. 2012	122 736
provozní hodnota netto	183 052
neprovozní majetek k datu ocenění	24 817
výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2012	207 869

Je patrné, že výsledky těchto dvou variant stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti na základě diskontovaných peněžních toků se liší. Je to zejména z důvodu použití odlišných způsobů výpočtu volných peněžních toků a odlišných diskontních měr.

9.4 Ocenění společnosti metodou založenou na ekonomické přidané hodnotě

Ekonomická přidaná hodnota (EVA) je ukazatel výnosnosti, který je založen na tzv. ekonomickém zisku. V modelu ekonomického zisku je hodnota podniku rovna součtu hodnoty investovaného kapitálu a prémie v podobě sumy hodnot vytvořených podnikem v jednotlivých letech diskontovaných na současnou hodnotu. Ukazatel EVA představuje čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu, vlastního i cizího.

Vztah mezi oceněním metodou DCFE a metodou EVA je takový, že za splnění určitých podmínek dávají stejné výsledky. Mezi tyto podmínky patří použití stejných průměrných nákladů na kapitál, stejného zisku a stejného provozně nutného investovaného kapitálu.

Podle vzorce (14) pro výpočet hodnoty společnosti na základě této metody je nutné vymezit čistá operativní aktiva (NOA), která odpovídají provozně nutnému investovanému kapitálu, jež je vymezen na začátku kapitoly 9.3 v tabulce (Tab. 28), dále zisk z hlavního provozu společnosti po dani (NOPAT), který odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po dani (je tvořen tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb a obvyklými

provozními nákladovými položkami) a konečně i vážené průměrné náklady na kapitál společnosti (WACC) ve výši 11,44 %. Všechny tyto parametry jsou nutnými vstupy pro výpočet ekonomické přidané hodnoty v první fázi podle vzorce (13). Vstupní veličiny pro výpočet hodnot EVA v jednotlivých letech plánovaného období včetně diskontování těchto vypočtených hodnot a výsledné současné hodnoty první fáze (součet diskontovaných EVA) jsou uvedeny v tabulce (Tab. 35).

Tab. 35. Stanovení hodnoty první fáze pro metodu založenou na ekonomické přidané hodnotě (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014
NOPAT	10 895	12 142	13 393	15 745
NOA	165 907	132 586	127 900	123 295
WACC	11,44%	11,44%	11,44%	11,44%
WACC·NOA _{T-1}		18 980	15 168	14 632
EVA		-6838	-1774	1114
odúročitel pro diskontní míru 11,44 %		0,89734	0,80523	0,72256
EVA _{diskontovaná}		-6136	-1429	805
současná hodnota první fáze k 1. 1. 2012		-6760		

Předpoklady, které byly stanoveny pro výpočet druhé fáze u ocenění metodou DCF, musí nyní platit i při využití metody založené na EVA. Tempo růstu g je ve výši 2,74 %, WACC jsou rovny 11,44 %. Hodnota EVA v prvním roce druhé fáze je vypočtena následovně:

$$EVA_{2015} = NOPAT_{2015} - NOA_{2014} \cdot WACC$$

$$EVA_{2015} = 15\,745 \cdot 1,0274 - 123\,295 \cdot 0,1144 \approx 2\,071 \text{ tis. Kč.}$$

Pokračující hodnota je tedy vypočtena následovně:

$$PH = \frac{2071}{0,1144 - 0,0274} \approx 23804 \text{ tis. Kč.}$$

Odúročitel pro současnou hodnotu pokračující hodnoty respektive současnou hodnotu druhé fáze je roven $1,1144^{-3}$.

Podle vzorce (14) pro výpočet hodnoty společnosti zbývá přičíst k tržní přidané hodnotě (MVA) hodnotu čistých operativních aktiv k datu ocenění čímž se získá provozní hodnota brutto, na základě které po odečtení tržní hodnoty úročeného cizího kapitálu k datu ocenění získáme provozní hodnotu netto. Nakonec se přičte tržní hodnota neprovozního majetku společnosti k datu ocenění (resp. k 31. 12. 2011) a tak se získá výsledná hodnota vlastního

kapitálu společnosti. Souhrnný výpočet ocenění metodou založenou na EVA je uveden v tabulce (Tab. 36).

Tab. 36. Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody založené na EVA (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
současná hodnota první fáze k 1. 1. 2012	-6 760
současná hodnota druhé fáze k 1. 1. 2012	17 202
MVA	10 442
NOA k datu ocenění	165 907
provozní hodnota brutto	176 349
úročený cizí kapitál k datu ocenění	9 160
provozní hodnota netto	167 189
neprovozní majetek k datu ocenění	24 817
výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2012	192 006

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti i provozní hodnota brutto jsou u metody založené na DCF a u metody založené na EVA stejné. Uvedené výsledky lze navíc interpretovat tak, že z provozní hodnoty brutto téměř 166 000 tis. Kč již nyní ve společnosti vytvořeno a přibližně 10 500 tis. Kč představuje přidaná hodnota vytvořená v budoucnu.

9.5 Ocenění společnosti metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Podstatou paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů je to, že vychází z údajů o minulé výkonnosti společnosti. Na základě analýzy výkazů zisku a ztráty, které jsou přitom podrobeny určitým korekcím, lze hodnotu společnosti odvodit od hodnoty trvale odnímatelného čistého výnosu.

Korekce výsledku hospodaření před zdaněním spočívají nejprve ve vyloučení odpisů pro získání výsledku před odpisy, následně jsou vyloučeny výnosy spojené s provozně nutným majetkem (výnosy z KFM nad stanovenou provozně nutnou výši likvidity), mimořádné výnosy představující jednorázové vlivy a jsou vyloučeny i tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jejich zůstatková cena. Výsledkem těchto úprav je tzv. upravený výsledek hospodaření (UVH) před odpisy. Tyto upravené výsledky hospodaření jsou v jednotlivých letech přepočítány cenovým indexem na ceny k datu ocenění, přičemž zdrojem údajů o vývoji míry inflace byla Makroekonomická predikace ČR (MF ČR, 2012). Takto upraveným výsledkům hospodaření jsou následně přiděleny váhy, přičemž roky bližší současnosti mají větší váhu. Tyto úpravy jsou nutné pro výpočet trvale odnímatelné-

ho čistého výnosu, na základě kterého bude vypočtena hodnota vlastního kapitálu společnosti. Všechny tyto úpravy jsou zachyceny v následující tabulce (Tab. 37).

Tab. 37. Upravený výsledek hospodaření pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
výsledek hospodaření před zdaněním	36 959	44 866	12 643	23 630	52 853
+ odpisy	11 138	14 068	15 734	18 280	13 556
- mimořádné výnosy	7	6	26	15	0
- výnosy z provozně nenutného KFM	40	94	127	4	117
- tržby z prodeje DM	31 165	45 474	21 251	39 887	52 058
+ zůstatková cena prodaného DM	12 237	10 502	6 726	10 983	9 884
upravený VH před odpisy	29 122	23 862	13 699	12 987	24 118
cenový index řetězový	1,028	1,063	1,010	1,015	1,019
UVH upravený o inflaci	32 338	24 927	14 169	13 234	24 118
váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci · váha	32 338	49 855	42 507	52 935	120 590

V tabulce (Tab. 38) je zachycen výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu na základě vzorce (12) pro výpočet. Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy je vypočten jako vážený průměr z minulých upravených výsledků hospodaření. Od tohoto trvalého odnímatelného čistého výnosu jsou odečteny odpisy z reprodukčních hodnot, stanoveny společností na úroveň 10 870 tis. Kč, a je následně zdaněn. Daňovým základem není přímo odnímatelný výnos, ale daňový základ odrážející v nákladech odpisy roku 2011.

Tab. 38. Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani (vlastní zpracování dle Maříka et al., 2011)

(v tis. Kč)	
trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	19 882
odpisy z reprodukčních cen	10 870
trvale odnímatelný čistý výnos před dani	9 012
daňový základ	6 326
daň (19 %)	1 202
trvale odnímatelný čistý výnos po dani	7 810

V tabulce (Tab. 39) jsou zachyceny poslední výpočty vedoucí ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Provozní hodnota vlastního kapitálu je vypočtena jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a kalkulované úrokové míry. Tato úroková míra je na úrovni nákladů na vlastní kapitál (12,56 %) a je snížena o odhad dlouhodobé inflace (2 % - na základě režimu cílování inflace ČNB). Kalkulovaná úroková míra je tedy

ve výši 10,56 %. Přičtením hodnoty neprovozních aktiv k provozní hodnotě vlastního kapitálu je získán odhad hodnoty vlastního kapitálu společnosti.

Tab. 39. Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody kapitalizovaných čistých výnosů (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
provozní hodnota VK	73 958
ocenění neprovozních aktiv	24 817
hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2012	98 775

Je nutno podotknout, že tuto hodnotu lze považovat spíše za určitý dolní odhad výnosové hodnoty společnosti. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je přibližně o celou polovinu nižší, než hodnoty vlastního kapitálu společnosti vypočtené metodami diskontovaných peněžních toků či metodou založenou na ekonomické přidané hodnotě. Jedná se totiž o ocenění společnosti, které nebere v úvahu budoucí růstové příležitosti společnosti.

9.6 Shrnutí výsledků použitých metod ocenění společnosti

Pro ocenění společnosti XY, s. r. o. byly použity metody oceňování založené na analýze výnosů. Jedná se o skupinu nejčastěji používaných výnosových metod, mezi které patří metoda diskontovaných peněžních toků, metoda založená na ekonomické přidané hodnotě a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Z výsledků jednotlivých výnosových metod je vhodné vyvodit souhrnný výsledek. Přestože je obecně doporučováno použití alespoň dvou různých metod ocenění, které však podle mého názoru není možné opravdu kvalitně zpracovat v daném rozsahu diplomové práce, je zde nutné přistoupit ke stanovení souhrnného výsledku ocenění pouze na základě dosažených výsledků jednotlivých metod výnosového ocenění. Jedná se o jednu skupinu metod, které by v podstatě měly přinést podobné výsledky, takže souběžné použití těchto metod má spíše kontrolní význam.

V následující tabulce (Tab. 40) jsou souhrnně uvedeny dílčí a konečné výsledky jednotlivých výnosových metod ocenění společnosti. Tyto metodické přístupy se liší v jednom zásadním parametru pro ocenění, kterým je diskontní míra. Zároveň jsou zde stanoveny i odlišné postupy pro výpočty, které by však měly nakonec vyústit ve srovnatelný výsledek, což by mělo zvýšit jeho věrohodnost. Výsledná hodnota vlastního kapitálu vypočtená na základě metody DCF a metody založené na EVA dávají stejný výsledek, jak již bylo uvedeno v závěru jejich výpočtů. Metoda DCF přinesla v porovnání s těmito přístupy o něco málo odlišný výsledek, nicméně na srovnatelné úrovni. Metoda kapitalizovaných čistých

výnosů přináší výsledek, který je založen na předpokladu, že společnost bude dosahovat minimálně dosavadních výnosů, takže odráží pouze současný výnosový potenciál. Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů zde tak poskytuje spíše doplňkovou informaci o dolním limitu výnosového ocenění. Mnohem významnější pro stanovení výsledné hodnoty společnosti jsou výsledky metody DCF, která zahrnuje nejen současný, ale i budoucí výnosový potenciál.

Tab. 40. Souhrnný přehled výsledků použitých výnosových metod ocenění společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	výnosová metoda ocenění společnosti			
	DCFE	DCFF	EVA	KČV
<i>diskontní míra</i>	12,56%	11,44%	11,44%	10,56%
<i>tempo růstu g</i>	2,74%	2,74%	2,74%	-
současná hodnota I. fáze	60 316	70 059	-6 760	-
současná hodnota II. fáze	122 736	106 290	17 202	-
provozní hodnota brutto	192 212	176 349	176 349	83 118
provozní hodnota netto	183 052	167 189	167 189	73 958
výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2012	207 869	192 006	192 006	98 775

Protože by výsledné ocenění společnosti mělo být založeno na konkrétní metodě, přikloním se zde k výsledku metody diskontovaných peněžních toků ve variantě DCFF. Ostatní metody přitom budou určitým způsobem tuto hodnotu rámovat.

Na základě provedeného ocenění společnosti lze tedy konstatovat, že se tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti zjištěná na základě výnosového ocenění k datu 1. 1. 2012 pohybuje na úrovni **192 006 tis. Kč, zaokrouhloeno 192 000 tis. Kč.**

Pokud by tato výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti měla být stanovena v určitém intervalu, pak by dolní mez tvořila výnosová hodnota stanovená na základě metody kapitalizovaných čistých výnosů na úrovni 98 775 tis. Kč a horní mez by tvořila výnosová hodnota vypočtená na základě metody diskontovaných peněžních toků ve variantě DCFE ve výši 207 869 tis. Kč. U tohoto rozpětí je však ještě jednou nutné podotknout, že hodnota zjištěná metodou kapitalizovaných čistých výnosů je dolní limit výnosové hodnoty společnosti, protože neodráží její budoucí výnosový potenciál. Proto jsem toho názoru, že na základě sestaveného finančního plánu společnosti, který je podložen finanční a strategickou analýzou a ze kterého je patrný budoucí výnosový potenciál a dobré perspektivy společnosti, je intervalem výstižněji zachycujícím hodnotu společnosti interval, jehož dolní mez

představuje hodnota 192 006 tis. Kč (DCFF, EVA) a horní mez představuje hodnota 207 869 tis. Kč (DCFE). Kladný rozdíl mezi výsledkem ocenění podle metody DCF a oceněním podle metody kapitalizovaných čistých výnosů (přibližně 109 000 tis. Kč) lze považovat za ocenění budoucích růstových příležitostí společnosti YX, s. r. o.

9.6.1 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti má význam v posouzení míry změn výsledné hodnoty v návaznosti na změnu některého ze vstupních parametrů výpočtů. Odlišné parametry zde mohou zastupovat např. různé varianty plánu v rámci ocenění (realistickou, optimistickou, pesimistickou). V tabulce (Tab. 41) jsou uvedeny výsledky analýzy citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu diskontní míry a tempa růstu o ± 1 procentní bod. Ke změně obou parametrů nedošlo současně, vždy byl změněn pouze jeden z nich a druhý zůstal beze změny.

Tab. 41. Analýza citlivosti výsledné hodnoty VK na změnu diskontní míry a tempa růstu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	diskontní míra			tempo růstu		
	- 1 p. b.	původní	+ 1 p. b.	- 1 p. b.	původní	+ 1 p. b.
DCFF EVA	10,44%	11,44%	12,44%	1,74%	2,74%	3,74%
	210 140	192 006	177 517	189 062	192 006	195 718
	+ 9,4%	-	-7,5%	-1,5%	-	+ 1,9%
DCFE	11,56%	12,56%	13,56%	1,74%	2,74%	3,74%
	226 349	207 869	192 775	195 441	207 869	223 115
	+ 8,9%	-	-7,3%	-6,0%	-	+ 7,3%
KČV	9,56%	10,56%	11,56%	-	-	-
	106 512	98 775	92 378	-	-	-
	+ 7,8%	-	-6,5%	-	-	-

Z uvedených výsledků v tabulce (Tab. 41) vyplývá, že míra citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu diskontní míry o jeden procentní bod je vyšší, než míra citlivosti na změnu tempa růstu o jeden procentní bod. Je zřejmé, že pokud by parametry byly změněny současně, projevilo by se to ve vyšší míře citlivosti. Tato analýza potvrzuje, že volba diskontní míry i tempa růstu velmi významně ovlivňuje výsledné ocenění, a proto je nutné věnovat stanovování těchto parametrů značnou pozornost.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovit odhad tržní hodnoty společnosti XY, s. r. o. k datu 1. 1. 2012 a to za pomoci výnosových metod oceňování. Pro kvalitní ocenění bylo nutné získat dostatečné množství relevantních informací nejen o společnosti, ale zejména o prostředí, v němž podniká. Za tím účelem byla provedena strategická analýza, v jejímž rámci byl vymezen a analyzován relevantní trh a sestavena prognóza jeho budoucího vývoje, dále byla analyzována konkurence a vnitřní potenciál společnosti. Skutečnosti zjištěné v dílčích částech strategické analýzy potvrdily předpoklad dobrých perspektiv společnosti.

Celkové zhodnocení dosavadního vývoje hospodaření společnosti XY, s. r. o. poukázalo na její velmi dobré finanční zdraví a stabilitu a společně pak se závěry strategické analýzy naplnilo předpoklad neomezeného trvání společnosti jakožto hlavní podmínky pro využití výnosových metod oceňování. Ty jsou v praxi často hlavním východiskem pro ocenění prosperujících společností s dobrou perspektivou.

Pro ocenění společnosti pomocí výnosových metod bylo nutné sestavit kompletní finanční plán, pro který byla východiskem analýza a následná prognóza generátorů hodnoty společnosti. Tato prognóza byla založena na výsledcích finanční a zejména strategické analýzy.

Proto, aby bylo možné využít metody oceňování založené na analýze výnosů, bylo nutné stanovit diskontní míru, která je velmi důležitým parametrem vstupujícím do výpočtů. Promítá totiž do hodnoty společnosti faktor času a rizika. Pro jednotlivé metody oceňování bylo nutné stanovit tuto diskontní míru na různých úrovních (na úrovni celé společnosti a na úrovni vlastníků společnosti). Jak velký je význam vhodného stanovení diskontní míry, vyplývá z provedené analýzy citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti na změnu tohoto parametru. Proto mu byla věnována odpovídající pozornost.

Pro ocenění společnosti XY, s. r. o. byly použity nejčastěji využívané výnosové metody oceňování, mezi které patří metoda diskontovaných peněžních toků, metoda založená na ekonomické přidané hodnotě a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Z výsledků těchto metod jsem se na závěr snažila vyvodit souhrnný výsledek, který by mohl být dostatečně reálným odrazem hodnoty společnosti.

Věřím, že se výsledky mé práce stanou pro management společnosti XY, s. r. o. přínosem a že jí poskytnou užitečné informace, které bude moci využít ke svému prospěchu.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A OSTATNÍCH ZDROJŮ**Monografické publikace a časopisy:**

BRIGHAM, Eugene F. a Michael C. Ehrhardt, 2005. *Financial management: theory and practice*. 11th edition. Ohio: Thomson/South-Western. ISBN 0324259689.

DAMODARAN, Aswath, 2010. *The Dark Side of Valuation: valuing young, distressed and complex businesses*. New Jersey: Pearson Education. ISBN 978-0-13-712689-7.

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The Little Book of Valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. New Jersey: Wiley. ISBN 978-1-118-00477-7.

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-26-2.

HITCHNER, James R., 2011. *Financial valuation: applications and models*. 3rd edition. New Jersey: Wiley. ISBN 978-0-470-50687-5.

HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2008. *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI. ISBN 978-80-7357-392-8.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART, David WESSELS a Thomas E. COPELAND, 2005. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 4th edition. New Jersey: Wiley. ISBN 978-04-71702-18-4.

KOVANICOVÁ, Dana, 2008. *Abeceda účetních znalostí pro každého*. 18. aktualizované vydání. Praha: Bova Polygon. ISBN 978-80-7273-152-7.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-2865-0.

MAREK, Petr et al., 2006. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-37-8.

MAŘÍK, Miloš et al., 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK, 2001. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-36-X.

MATSCHKE Manfred Jürgen a Gerrit Brösel, 2007 cit. podle KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-2865-0.

NEUMAIEROVÁ, Inka et al., 2005. *Řízení hodnoty podniku aneb nedělejme z podniku záhadu*. Praha: Profess Consulting. ISBN 80-7259-022-7.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada. ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2008. *Podnikové finance: studijní pomůcka pro distanční studium*. 4. vydání. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. ISBN 978-80-7318-732-3.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2009. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Linde. ISBN 978-80-86131-85-6.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2001. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. doplněné vydání. Praha: Computer Press. ISBN 80-7226-562-8.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-367-1.

SVAČINA, Pavel, 2011. Návrh směrnice pro oceňování nehmotných aktiv v podmínkách České republiky. *Oceňování*. Praha: Oeconomica, 2011, roč. 4, č. 4, s. 19 - 37. ISSN 1803-0785.

TICHÁ, Ivana a Jan HRON, 2003. *Strategické řízení*. Praha: Česká zemědělská univerzita v Praze. ISBN 80-213-0922-9.

Internetové zdroje:

Česká národní banka, 2012. Tabulka klíčových makroekonomických indikátorů. *Česká národní banka* [online]. © 2003 - 2012 [cit. 2012-04-04]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html#HDP.

Damodaran Online, 2012a. Total Beta by Sector. *Damodaran Online* [online]. January 2012 [cit. 2012-04-25]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Damodaran Online, 2012b. Betas by Sector. *Damodaran Online* [online]. January 2012 [cit. 2012-04-25]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Damodaran Online, 2012c. Country Default Spreads and Risk Premiums. *Damodaran Online* [online]. January 2012 [cit. 2012-04-25]. Dostupné z:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Databáze časových řad ARAD, 2012. [online databáze]. Praha: Česká národní banka, ©2003 - 2009 [cit. 2012-04-26]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=375&p_uka=1&p_strid=EBA&p_od=201201&p_do=201203&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C.

Endress+Hauser, 2012. Profil společnosti. *Endress+Hauser* [online]. [cit. 2012-04-08].

Dostupné z: <http://www.cz.endress.com/#page/~struktura>.

Eurostat, 2012. Real GDP growth rate. *European commission Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-02]. Dostupné z:

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=t sieb020&language=en>.

Keller, 2012. Keller Company Profile. *Keller-Druck* [online]. [cit. 2012-04-08]. Dostupné z: <http://www.keller-druck.cz/czech/homee/hmcompe.html>.

KRATĚNA, Jindřich, 2012. Několik poznámek k tržní ceně a obvyklé hodnotě In: *Komora soudních znalců ČR* [online]. © 2012 [cit. 2012-04-11]. Dostupné z: <http://www.znalci-komora.org/clanky/cenaobv.html>.

Level Expert CZ. O společnosti. *Level Instruments CZ* [online]. © 2007 [cit. 2012-04-08].

Dostupné z: <http://www.levelexpert.cz/spolecnost.php>.

Ministerstvo financí ČR, 2012. Makroekonomická predikce. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Duben 2012 [cit. 2012-04-03]. Dostupné z:

http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2012-Q2.pdf.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, 2010. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009. *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR* [online]. 7. 7. 2010 [cit. 2012-04-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument76325.html>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, 2011. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010. *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR* [online]. 9. 12. 2011 [cit. 2012-04-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument89407.html>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, 2012. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2010. *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR* [online]. 23. 2. 2012 [cit. 2012-04-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument102273.html>.

MURRAY, Jean, 2012. What are the Reasons for Creating a Business Valuation? Why Value a Business? In: *About.com* [online]. © 2012 [cit. 2012-03-05]. Dostupné z: <http://biztaxlaw.about.com/od/valuingabusiness/f/whyvaluebusiness.htm>.

The World Bank, 2012. GDP growth. *The World Bank Group* [online]. © 2012 [cit. 2012-04-02]. Dostupné z: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries>.

Ostatní zdroje:

XY, s. r. o. *Obchodní nabídka*. [s. l.]: XY, s. r. o., © 2012.

Výroční zprávy společnosti XY, s. r. o. z období let 2007 - 2011.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

C	Celkový kapitál.
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv.
CF	Peněžní tok.
CK	Cizí kapitál.
CZ	Cizí zdroje.
ČNB	Česká národní banka.
ČPK	Čistý pracovní kapitál.
DCF	Diskontované peněžní toky.
DFM	Dlouhodobý finanční majetek.
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek.
DM	Dlouhodobý majetek.
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek.
EAT	Čistý zisk.
EBT	Zisk před zdaněním.
EBIT	Zisk před zdaněním a odečtením nákladových úroků.
EU 27	Země Evropské unie v rozsahu 27 zemí.
EVA	Ekonomická přidaná hodnota.
FCF	Volné peněžní toky.
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky společnosti.
FCFF	Volné peněžní toky na úrovni společnosti (pro vlastníky a věřitele).
g	Tempo růstu.
HDP	Hrubý domácí produkt.
KČV	Kapitalizované čisté výnosy.
KFM	Krátkodobý finanční majetek.
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.

MF	Ministerstvo financí.
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu.
MVA	Tržní přidaná hodnota.
NOA	Čistá operativní aktiva.
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění.
OA	Oběžná aktiva.
PH	Pokračující hodnota.
ROA	Rentabilita aktiv.
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu.
VK	Vlastní kapitál.
VH	Výsledek hospodaření.
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál.

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1. Vztah mezi finančním plánem a ostatními ekonomickými plány podniku.</i>	26
<i>Obr. 2. Struktura exportu produktů společnosti podle zemí v roce 2011</i>	49
<i>Obr. 3 Vývoj čistého pracovního kapitálu</i>	65
<i>Obr. 4. Porovnání poměrových ukazatelů společnosti XY, s. r. o. a odvětví CZ NACE 26 v roce 2010</i>	72

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1. Vývoj směnného kurzu CZK/EUR</i>	45
<i>Tab. 2. Analýza atraktivity trhu</i>	51
<i>Tab. 3. Prognóza vývoje daného trhu</i>	53
<i>Tab. 4. Analýza konkurenční síly společnosti</i>	56
<i>Tab. 5. Prognóza tržeb společnosti</i>	58
<i>Tab. 6. Porovnání poměrových ukazatelů společnosti XY, s. r. o. a odvětví CZ NACE 26 v roce 2010</i>	71
<i>Tab. 7. Analýza a prognóza tržeb</i>	74
<i>Tab. 8. Prognóza ziskové marže shora</i>	74
<i>Tab. 9. Prognóza ziskové marže zdola</i>	75
<i>Tab. 10. Upravený pracovní kapitál</i>	76
<i>Tab. 11. Doby obratu položek pracovního kapitálu z tržeb</i>	77
<i>Tab. 12. Odhad investic pro růst tržeb v letech 2012 - 2014</i>	77
<i>Tab. 13. Plán výnosů a nákladů spojených s provozním majetkem</i>	78
<i>Tab. 14. Plán nákladů na cizí kapitál</i>	78
<i>Tab. 15. Plán výnosů a nákladů spojených s neprovozním majetkem</i>	79
<i>Tab. 16. Plánovaný celkový výsledek hospodaření</i>	79
<i>Tab. 17. Plánovaný peněžní tok z provozního majetku</i>	79
<i>Tab. 18. Plánované platby nákladových úroků</i>	80
<i>Tab. 19. Plánovaný peněžní tok z neprovozního majetku</i>	80
<i>Tab. 20. Plánovaný peněžní tok z finanční činnosti</i>	80
<i>Tab. 21. Plán celkových peněžních toků</i>	81
<i>Tab. 22. Plánovaná majetková struktura společnosti</i>	81
<i>Tab. 23. Plánovaná finanční struktura společnosti</i>	82
<i>Tab. 24. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí CAPM</i>	85
<i>Tab. 25. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody</i>	85
<i>Tab. 26. Stanovení nákladů na vlastní kapitál váženým průměrem</i>	86
<i>Tab. 27. Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál společnosti - WACC</i>	86
<i>Tab. 28. Stanovení investovaného provozně nutného kapitálu</i>	87
<i>Tab. 29. Výpočet volných peněžních toků na úrovni entity - FCFF</i>	87
<i>Tab. 30. Stanovení hodnoty první fáze pro metodu DCF entity</i>	88
<i>Tab. 31. Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody DCF</i>	89

<i>Tab. 32. Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky - FCFE</i>	90
<i>Tab. 33. Stanovení hodnoty první fáze pro metodu DCF equity</i>	90
<i>Tab. 34. Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody DCFE</i>	91
<i>Tab. 35. Stanovení hodnoty první fáze pro metodu založenou na ekonomické přidané hodnotě</i>	92
<i>Tab. 36. Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody založené na EVA</i>	93
<i>Tab. 37. Upravený výsledek hospodaření pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu</i>	94
<i>Tab. 38. Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani</i>	94
<i>Tab. 39. Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody kapitalizovaných čistých výnosů</i>	95
<i>Tab. 40. Souhrnný přehled výsledků použitých výnosových metod ocenění společnosti</i>	96
<i>Tab. 41. Analýza citlivosti výsledné hodnoty VK na změnu diskontní míry a tempa růstu</i>	97

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Rozvaha společnosti XY, s. r. o. (2007 - 2011).
- P II Výkaz zisku a ztráty společnosti XY, s. r. o. (2007 - 2011).
- P III Vertikální analýza rozvahy společnosti XY, s. r. o.
- P IV Horizontální analýza rozvahy společnosti XY, s. r. o.
- P V Vývoj majetkové a finanční struktury společnosti XY, s. r. o.
- P VI Vertikální analýza výnosů a nákladů společnosti XY, s. r. o.
- P VII Horizontální analýza výnosů a nákladů společnosti XY, s. r. o.
- P VIII Porovnání vývoje vybraných položek výnosů a nákladů společnosti XY, s. r. o.
- P IX Analýza vývoje výsledku hospodaření společnosti XY, s. r. o.
- P X Výsledky analýzy likvidity společnosti XY, s. r. o. a porovnání s odvětvím.
- P XI Výsledky analýzy aktivity společnosti XY, s. r. o. a porovnání s odvětvím.
- P XII Výsledky analýzy zadluženosti společnosti XY, s. r. o. a porovnání s odvětvím.
- P XIII Výsledky analýzy rentability společnosti XY, s. r. o. a porovnání s odvětvím.
- P XIV Výsledky analýzy dalších ukazatelů společnosti XY, s. r. o. a porovnání s odvětvím a výsledky souhrnných ukazatelů společnosti XY, s. r. o.
- P XV Výstupy statistických výpočtů v programu XLSTAT.
- P XVI Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, korigovaný provozní výsledek hospodaření.
- P XVII Finanční analýza sestaveného plánu společnosti.
- P XVIII Znázornění postupu stanovení volného peněžního toku (FCF) a postupu stanovení volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE).

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLEČNOSTI XY, S. R. O. (2007 - 2011).

Rozvaha - AKTIVA (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva celkem	166 303	182 057	174 353	215 381	228 475
A. Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0
B. Dlouhodobý majetek	91 969	97 067	90 202	112 663	107 506
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	10 328	12 827	5 431	5 596	3 906
B.I.3. Software	10 328	12 827	5 431	5 596	3 906
B.I.6. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	80 541	83 289	83 821	106 217	102 750
B.II.1. Pozemky	1 556	1 556	1 561	1 561	1 561
B.II.2. Stavby	55 361	54 910	55 135	54 146	53 650
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	23 559	26 553	26 131	45 792	47 459
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	65	270	0	41	0
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	993	4 676	80
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	1 100	950	950	850	850
B.III.3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	850	850	850	850	850
B.III.5. Jiný finanční majetek	250	100	100	0	0
C. Oběžná aktiva	72 217	83 859	83 548	102 063	120 239
C.I. Zásoby	40 995	46 275	40 914	58 533	69 584
C.I.1. Materiál	23 371	29 279	22 261	29 345	26 466
C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary	17 614	16 996	18 653	29 122	43 009
C.I.3. Výrobky	10	0	0	66	109
C.II. Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C.III. Krátkodobé pohledávky	16 178	16 412	16 254	29 184	20 515
C.III.1. Pohledávky z obchodního styku	15 340	16 156	15 091	22 392	17 379
C.III.4. Stát - daňové pohledávky	838	256	1 163	6 792	3 136
C.III.8. Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
C.IV. Finanční majetek	15 044	21 172	26 380	14 346	30 140
C.IV.1. Peníze	698	107	45	137	876
C.IV.2. Účty v bankách	14 346	21 065	26 335	14 209	29 264
D. Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	2 117	1 131	602	655	730
D.I. Časové rozlišení	2 117	1 131	602	655	730
D.I.1. Náklady příštích období	2 117	1 131	602	655	730
D.I.2. Příjmy příštích období	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

Rozvaha - PASIVA (v tis. Kč)		2007	2008	2009	2010	2011
Pasiva celkem		166 303	182 057	174 353	215 381	228 475
A.	Vlastní kapitál	111 226	140 137	137 759	145 569	181 232
A.I.	Základní kapitál	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
A.I.1.	Základní kapitál	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
A.II.	Kapitálové fondy	555	555	555	555	555
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	555	555	555	555	555
A.III.	Fondy ze zisku	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
A.IV.	Hospodářský výsledek minulých let	64 318	86 436	109 224	107 681	121 369
A.IV.1.	Nerozdělený zisk z minulých let	64 318	86 436	109 224	107 681	121 369
A.V.	Hospodářský výsledek běžného účetního období	29 854	36 646	11 480	20 833	42 808
B.	Cizí zdroje	54 617	41 849	35 864	65 221	44 595
B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	22 836	21 756	20 819	20 819	20 819
B.II.6.	Jiné dlouhodobé závazky	22 836	21 756	20 819	20 819	20 819
B.III.	Krátkodobé závazky	15 901	5 893	2 525	33 561	14 616
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	11 090	7 956	6 069	27 800	8 827
B.III.3.	Závazky k zaměstnancům	2 225	2 339	1 883	2 388	2 666
B.III.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení	1 412	1 429	1 218	1 688	2 132
B.III.5.	Stát - daňové závazky a dotace	1 138	-5 864	-6 694	1 648	957
B.III.9.	Jiné závazky	35	33	49	37	34
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	15 880	14 200	12 520	10 840	9 160
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	15 880	14 200	12 520	10 840	9 160
B.IV.2.	Běžné bankovní úvěry	0	0	0	0	0
B.IV.4.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	459	70	729	4 592	2 648
C.I.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0
C.I.1.	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0
C.I.2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0
C.II.	Dohadné účty pasivní	459	70	729	4 592	2 648

Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI

XY, S. R. O. (2007 - 2011).

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (v tis. Kč)		2007	2008	2009	2010	2011
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	53
+	Obchodní marže	0	0	0	0	-53
II.	Výkony	204 274	182 277	151 243	167 764	174 190
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	219 068	199 482	160 468	179 504	184 508
II.2.	Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-14 795	-17 205	-9 225	-11 740	-10 318
II.3.	Aktivace	0	0	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba	137 890	130 517	102 982	113 168	106 290
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	102 278	95 015	76 725	87 918	86 107
B.2.	Služby	35 613	35 502	26 257	25 251	20 184
+	Přidaná hodnota	66 383	51 760	48 261	54 596	67 900
C.	Osobní náklady	38 743	41 204	36 498	42 554	48 505
C.1.	Mzdové náklady	28 060	29 647	26 595	30 895	35 349
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení	9 781	10 314	8 732	10 391	11 879
C.4.	Sociální náklady	902	1 243	1 171	1 268	1 277
D.	Daně a poplatky	102	65	62	91	90
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	11 138	14 068	15 734	18 280	13 556
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	31 165	45 474	21 251	39 887	52 058
F.	Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	12 237	10 502	6 726	10 983	9 884
IV.	Zúčtování rezerv a časového rozlišení provozních výnosů	0	0	0	0	0
G.	Tvorba rezerv a časového rozlišení provozních nákladů	-14	0	0	0	0
V.	Zúčtování opravných položek do provozních výnosů	0	0	0	0	0
H.	Zúčtování opravných položek do provozních nákladů	0	0	0	0	0
VI.	Ostatní provozní výnosy	5 303	10 288	6 438	7 615	10 482
I.	Ostatní provozní náklady	196	238	239	2 043	2 727
VII.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
J.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	Provozní hospodářský výsledek	40 451	41 446	16 692	28 147	55 624
VIII.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
K.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.1.	Výnosy z cenných papírů a podílů v podnicích ve skupině	0	0	0	0	0
IX.2.	Výnosy z ostatních dlouh. cenných podílů a papírů	0	0	0	0	0
IX.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
X.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
XI.	Zúčtování rezerv do finančních výnosů	0	0	0	0	0
L.	Tvorba rezerv na finanční náklady	0	0	0	0	0
XII.	Zúčtování opravných položek do finančních výnosů	0	0	0	0	0
M.	Zúčtování opravných položek do finančních nákladů	0	0	0	0	0
XIII.	Výnosové úroky	43	36	26	27	4
N.	Nákladové úroky	2 853	2 955	2 627	2 391	2 396
XIV.	Ostatní finanční výnosy	3 300	12 685	4 470	2 074	2 083
O.	Ostatní finanční náklady	3 989	6 352	5 944	4 242	2 463
XV.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Hospodářský výsledek z finančních operací	-3 498	3 415	-4 074	-4 532	-2 771

R	Daň z příjmů za běžnou činnost	7 105	8 220	1 163	2 796	10 045
	Splatná	7 105	8 220	1 163	2 796	10 045
	Odložená	0	0	0	0	0
**	Hospodářský výsledek za běžnou činnost	29 847	36 641	11 454	20 819	42 808
XVI.	Mimořádné výnosy	7	6	26	15	0
S.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
T.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
**	Mimořádný hospodářský výsledek	7	6	26	15	0
U.	Převod podílu na hospodářském výsledku společníků	0	0	0	0	0
***	Hospodářský výsledek za účetní období	29 854	36 646	11 480	20 833	42 808
	Hospodářský výsledek před zdaněním	36 959	44 866	12 643	23 630	52 853

Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

**PŘÍLOHA PIII: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY
SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.**

v tis. Kč	2007		2008		2009		2010		2011	
Aktiva celkem	166 303	100%	182 057	100%	174 353	100%	215 381	100%	228 475	100%
Dlouhodobý majetek	91 969	55,3%	97 067	53,3%	90 202	51,7%	112 663	52,3%	107 506	47,1%
DNM	10 328	6,2%	12 827	7,0%	5 431	3,1%	5 596	2,6%	3 906	1,7%
DHM	80 541	48,4%	83 289	45,7%	83 821	48,1%	106 217	49,3%	102 750	45,0%
DFM	1 100	0,7%	950	0,5%	950	0,5%	850	0,4%	850	0,4%
Oběžná aktiva	72 217	43,4%	83 859	46,1%	83 548	47,9%	102 063	47,4%	120 239	52,6%
Zásoby	40 996	24,7%	46 275	25,4%	40 914	23,5%	58 533	27,2%	69 584	30,5%
Materiál	23 371	14,1%	29 279	16,1%	22 261	12,8%	29 345	13,6%	26 466	11,6%
Nedokončená výroba a polotovary	17 614	10,6%	16 997	9,3%	18 653	10,7%	29 122	13,5%	43 009	18,8%
Výrobky	10	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	66	0,0%	109	0,0%
Dlouhodobé pohledávky	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Krátkodobé pohledávky	16 178	9,7%	16 412	9,0%	16 254	9,3%	29 184	13,5%	20 515	9,0%
Pohledávky z obch. styku	15 340	9,2%	16 156	8,9%	15 091	8,7%	22 392	10,4%	17 379	7,6%
Stát - daňové pohledávky	838	0,5%	256	0,1%	1 163	0,7%	6 792	3,2%	3 136	1,4%
Jiné pohledávky	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Finanční majetek	15 044	9,0%	21 172	11,6%	26 380	15,1%	14 346	6,7%	30 140	13,2%
Peníze	698	0,4%	107	0,1%	45	0,0%	137	0,1%	876	0,4%
Účty v bankách	14 346	8,6%	21 065	11,6%	26 335	15,1%	14 209	6,6%	29 264	12,8%
Ostatní aktiva	2 117	1,3%	1 131	0,6%	602	0,3%	655	0,3%	730	0,3%
Pasiva celkem	166 303	100%	182 057	100%	174 353	100%	215 381	100%	228 475	100%
Vlastní kapitál	111 226	66,9%	140 137	77,0%	137 759	79,0%	145 569	67,6%	181 232	79,3%
Základní kapitál	15 000	9,0%	15 000	8,2%	15 000	8,6%	15 000	7,0%	15 000	6,6%
Kapitálové fondy	555	0,3%	555	0,3%	555	0,3%	555	0,3%	555	0,2%
Fondy ze zisku	1 500	0,9%	1 500	0,8%	1 500	0,9%	1 500	0,7%	1 500	0,7%
Hospodářský výsledek minulých let	64 318	38,7%	86 436	47,5%	109 224	62,6%	107 681	50,0%	121 369	53,1%
Hospodářský výsledek běžného účetního období	29 854	18,0%	36 646	20,1%	11 480	6,6%	20 833	9,7%	42 808	18,7%
Cizí zdroje	54 617	32,8%	41 849	23,0%	35 864	20,6%	65 221	30,3%	44 595	19,5%
Rezervy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Dlouhodobé závazky	22 836	13,7%	21 756	12,0%	20 819	11,9%	20 819	9,7%	20 819	9,1%
Krátkodobé závazky	15 901	9,6%	5 893	3,2%	2 525	1,4%	33 561	15,6%	14 616	6,4%
Bankovní úvěry a výpomoci	15 880	9,5%	14 200	7,8%	12 520	7,2%	10 840	5,0%	9 160	4,0%
Dlouh. bankovní úvěry	15 880	9,5%	14 200	7,8%	12 520	7,2%	10 840	5,0%	9 160	4,0%
Krátkodobé bankovní úvěry a fin. výpomoci	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ostatní pasiva	459	0,3%	70	0,0%	729	0,4%	4 592	2,1%	2 648	1,2%

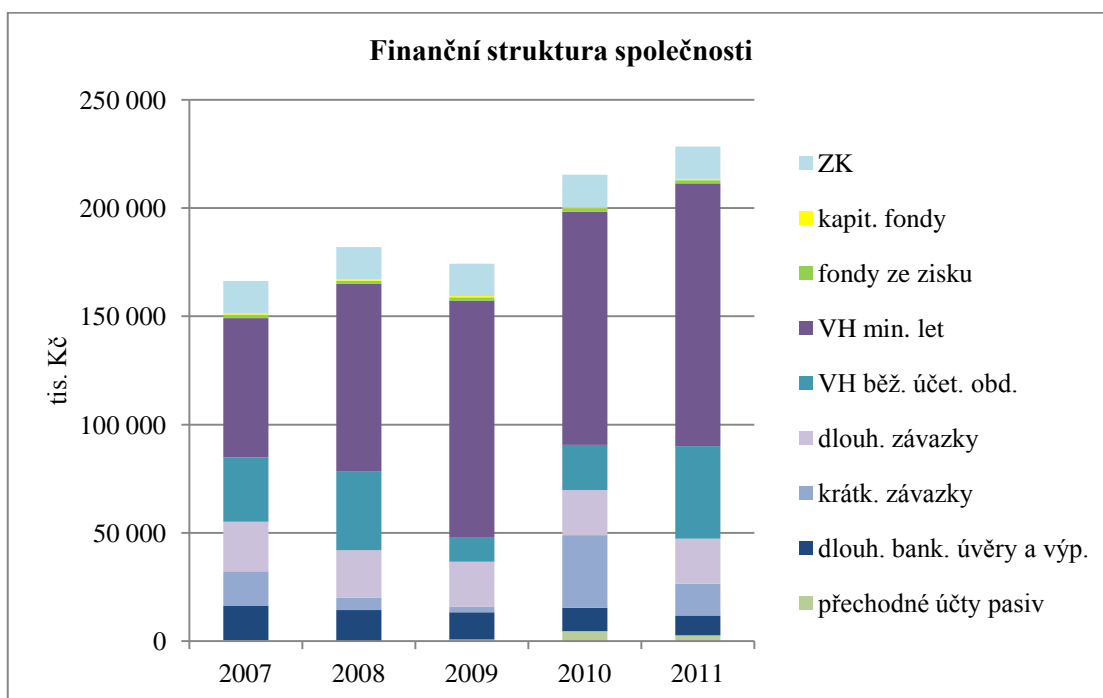
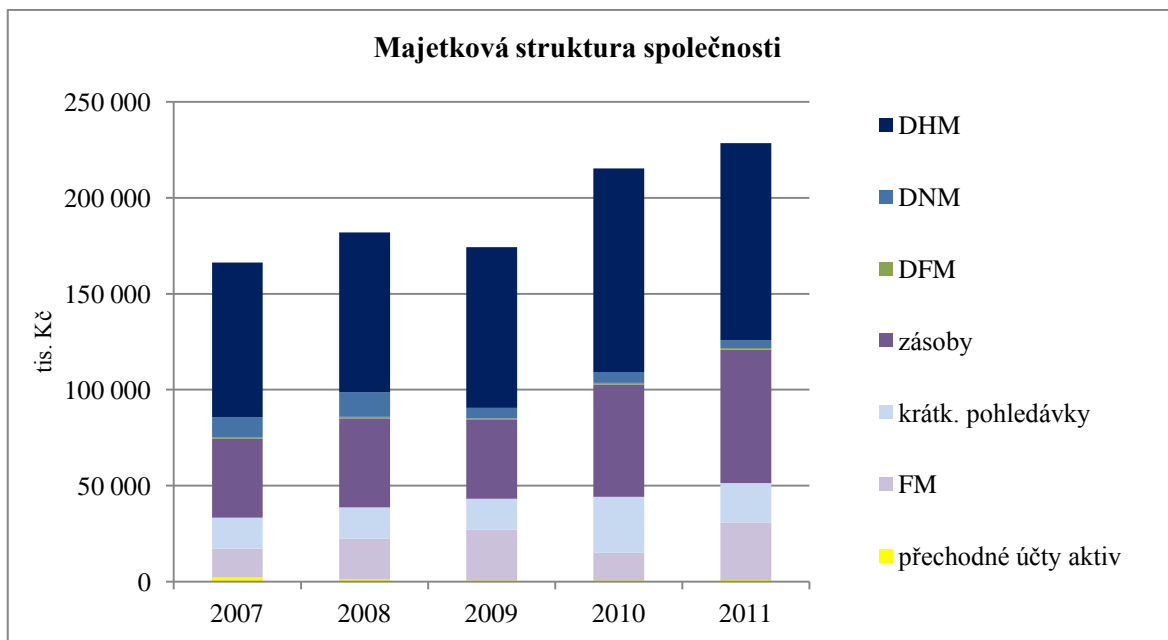
Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

**PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY
SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.**

v tis. Kč	2007	2008	08/07	2009	09/08	2010	10/09	2011	11/10	11/07
Aktiva celkem	166 303	182 057	9,5%	174 353	-4,2%	215 381	23,5%	228 475	6,1%	37,4%
Dlouhodobý majetek	91 969	97 067	5,5%	90 202	-7,1%	112 663	24,9%	107 506	-4,6%	16,9%
DNM	10 328	12 827	24,2%	5 431	-57,7%	5 596	3,0%	3 906	-30,2%	-62,2%
DHM	80 541	83 289	3,4%	83 821	0,6%	106 217	26,7%	102 750	-3,3%	27,6%
DFM	1 100	950	-13,6%	950	0,0%	850	-10,5%	850	0,0%	-22,7%
Oběžná aktiva	72 217	83 859	16,1%	83 548	-0,4%	102 063	22,2%	120 239	17,8%	66,5%
Zásoby	40 996	46 275	12,9%	40 914	-11,6%	58 533	43,1%	69 584	18,9%	69,7%
Materiál	23 371	29 279	25,3%	22 261	-24,0%	29 345	31,8%	26 466	-9,8%	13,2%
Nedokončená výroba a polotovary	17 614	16 997	-3,5%	18 653	9,7%	29 122	56,1%	43 009	47,7%	144,2%
Výrobky	10	0	-100,0%	0	x	66	x	109	65,2%	990,0%
Dlouhodobé pohledávky	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Krátkodobé pohledávky	16 178	16 412	1,4%	16 254	-1,0%	29 184	79,5%	20 515	-29,7%	26,8%
Pohledávky z obch. styku	15 340	16 156	5,3%	15 091	-6,6%	22 392	48,4%	17 379	-22,4%	13,3%
Stát - daňové pohledávky	838	256	-69,5%	1 163	354,3%	6 792	484,0%	3 136	-53,8%	274,2%
Jiné pohledávky	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Finanční majetek	15 044	21 172	40,7%	26 380	24,6%	14 346	-45,6%	30 140	110,1%	100,3%
Peníze	698	107	-84,7%	45	-57,9%	137	204,4%	876	539,4%	25,5%
Účty v bankách	14 346	21 065	46,8%	26 335	25,0%	14 209	-46,0%	29 264	106,0%	104,0%
Ostatní aktiva	2 117	1 131	-46,6%	602	-46,8%	655	8,8%	730	11,5%	-65,5%
Pasiva celkem	166 303	182 057	9,5%	174 353	-4,2%	215 381	23,5%	228 475	6,1%	37,4%
Vlastní kapitál	111 226	140 137	26,0%	137 759	-1,7%	145 569	5,7%	181 232	24,5%	62,9%
Základní kapitál	15 000	15 000	0,0%	15 000	0,0%	15 000	0,0%	15 000	0,0%	0,0%
Kapitálové fondy	555	555	0,0%	555	0,0%	555	0,0%	555	0,0%	0,0%
Fondy ze zisku	1 500	1 500	0,0%	1 500	0,0%	1 500	0,0%	1 500	0,0%	0,0%
Hospodářský výsledek minulých let	64 318	86 436	34,4%	109 224	26,4%	107 681	-1,4%	121 369	12,7%	88,7%
Hospodářský výsledek běžného účetního období	29 854	36 646	22,8%	11 480	-68,7%	20 833	81,5%	42 808	105,5%	43,4%
Cizí zdroje	54 617	41 849	-23,4%	35 864	-14,3%	65 221	81,9%	44 595	-31,6%	-18,3%
Rezervy	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Dlouhodobé závazky	22 836	21 756	-4,7%	20 819	-4,3%	20 819	0,0%	20 819	0,0%	-8,8%
Krátkodobé závazky	15 901	5 893	-62,9%	2 525	-57,2%	33 561	1229,1%	14 616	-56,4%	-8,1%
Bankovní úvěry a výpomoci	15 880	14 200	-10,6%	12 520	-11,8%	10 840	-13,4%	9 160	-15,5%	-42,3%
Dlouh. bankovní úvěry	15 880	14 200	-10,6%	12 520	-11,8%	10 840	-13,4%	9 160	-15,5%	-42,3%
Krátkodobé bankovní úvěry a fin. výpomoci	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Ostatní pasiva	459	70	-84,7%	729	941,4%	4 592	529,9%	2 648	-42,3%	476,9%

Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

PŘÍLOHA P V: VÝVOJ MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.



Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

**PŘÍLOHA P VI: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ
SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.**

v tis. Kč	2007		2008		2009		2010		2011	
Tržby za prodej zboží	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Výkony	204 274	83,7%	182 277	72,7%	151 243	82,4%	167 764	77,2%	174 190	72,9%
<i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</i>	219 068	89,7%	199 482	79,5%	160 468	87,5%	179 504	82,6%	184 508	77,3%
<i>Změna stavu vnitropod. zásob vl. výroby + aktivace</i>	-14 795	-6,1%	-17 205	-6,9%	-9 225	-5,0%	-11 740	-5,4%	-10 318	-4,3%
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	31 165	12,8%	45 474	18,1%	21 251	11,6%	39 887	18,3%	52 058	21,8%
Ostatní provozní výnosy	5 303	2,2%	10 288	4,1%	6 438	3,5%	7 615	3,5%	10 482	4,4%
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Výnosové úroky	43	0,0%	36	0,0%	26	0,0%	27	0,0%	4	0,0%
Ostatní finanční výnosy	3 300	1,4%	12 685	5,1%	4 470	2,4%	2 074	1,0%	2 083	0,9%
Mimořádné výnosy	7	0,0%	6	0,0%	26	0,0%	15	0,0%	0	0,0%
Výnosy celkem	244 092	100%	250 766	100%	183 454	100%	217 382	100%	238 817	100%
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	53	0,0%
Výkonová spotřeba	137 890	64,4%	130 517	61,0%	102 982	59,9%	113 168	57,6%	106 290	54,2%
Spotřeba materiálu a energie	102 278	47,7%	95 015	44,4%	76 725	44,6%	87 918	44,7%	86 107	43,9%
Služby	35 613	16,6%	35 502	16,6%	26 257	15,3%	25 251	12,8%	20 184	10,3%
Osobní náklady	38 743	18,1%	41 204	19,2%	36 498	21,2%	42 554	21,7%	48 505	24,7%
Mzdové náklady	28 060	13,1%	29 647	13,8%	26 595	15,5%	30 895	15,7%	35 349	18,0%
Náklady na sociální zabezpečení	9 781	4,6%	10 314	4,8%	8 732	5,1%	10 391	5,3%	11 879	6,1%
Sociální náklady	902	0,4%	1 243	0,6%	1 171	0,7%	1 268	0,6%	1 277	0,7%
Daně a poplatky	102	0,0%	65	0,0%	62	0,0%	91	0,0%	90	0,0%
Odpisy dlouh. nehmotného a hmotného majetku	11 138	5,2%	14 068	6,6%	15 734	9,1%	18 280	9,3%	13 556	6,9%
Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	12 237	5,7%	10 502	4,9%	6 726	3,9%	10 983	5,6%	9 884	5,0%
Tvorba rezerv a časového rozlišení provozních nákladů	-14	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ostatní provozní náklady	196	0,1%	238	0,1%	239	0,1%	2 043	1,0%	2 727	1,4%
Prodané cenné papíry a podíly	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Nákladové úroky	2 853	1,3%	2 955	1,4%	2 627	1,5%	2 391	1,2%	2 396	1,2%
Ostatní finanční náklady	3 989	1,9%	6 352	3,0%	5 944	3,5%	4 242	2,2%	2 463	1,3%
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	7 105	3,3%	8 220	3,8%	1 163	0,7%	2 796	1,4%	10 045	5,1%
Mimořádné náklady	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Náklady celkem	214 239	100%	214 121	100%	171 975	100%	196 548	100%	196 009	100%

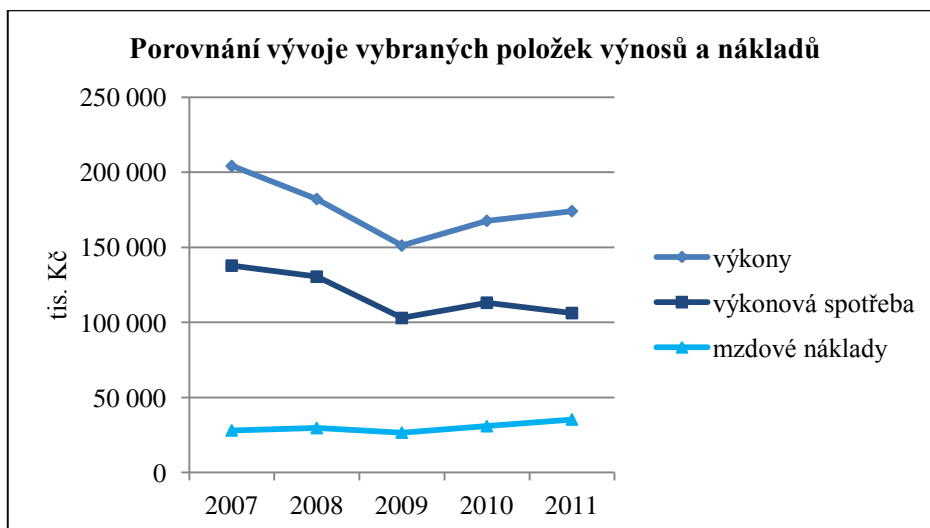
Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

**PŘÍLOHA P VII: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A
NÁKLADŮ SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.**

v tis. Kč	2007	2008	08/07	2009	09/08	2010	10/09	2011	11/10	11/07
Tržby za prodej zboží	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Výkony	204 274	182 277	-10,8%	151 243	-17,0%	167 764	10,9%	174 190	3,8%	-14,7%
<i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</i>	219 068	199 482	-8,9%	160 468	-19,6%	179 504	11,9%	184 508	2,8%	-15,8%
<i>Změna stavu vnitropod. zásob vl. výroby + aktivace</i>	-14 795	-17 205	-16,3%	-9 225	46,4%	-11 740	-27,3%	-10 318	12,1%	30,3%
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	31 165	45 474	45,9%	21 251	-53,3%	39 887	87,7%	52 058	30,5%	67,0%
Ostatní provozní výnosy	5 303	10 288	94,0%	6 438	-37,4%	7 615	18,3%	10 482	37,6%	97,7%
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Výnosové úroky	43	36	-16,3%	26	-27,8%	27	3,8%	4	-85,2%	-90,7%
Ostatní finanční výnosy	3 300	12 685	284,4%	4 470	-64,8%	2 074	-53,6%	2 083	0,4%	-36,9%
Mimořádné výnosy	7	6	-14,3%	26	333,3%	15	-42,3%	0	-100,0%	-100,0%
Výnosy celkem	244 092	250 766	2,7%	183 454	-26,8%	217 382	18,5%	238 817	9,9%	-2,2%
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	x	0	x	0	x	53	x	x
Výkonová spotřeba	137 890	130 517	-5,3%	102 982	-21,1%	113 168	9,9%	106 290	-6,1%	-22,9%
Spotřeba materiálu a energie	102 278	95 015	-7,1%	76 725	-19,2%	87 918	14,6%	86 107	-2,1%	-15,8%
Služby	35 613	35 502	-0,3%	26 257	-26,0%	25 251	-3,8%	20 184	-20,1%	-43,3%
Osobní náklady	38 743	41 204	6,4%	36 498	-11,4%	42 554	16,6%	48 505	14,0%	25,2%
Mzdové náklady	28 060	29 647	5,7%	26 595	-10,3%	30 895	16,2%	35 349	14,4%	26,0%
Náklady na sociální zabezpečení	9 781	10 314	5,4%	8 732	-15,3%	10 391	19,0%	11 879	14,3%	21,4%
Sociální náklady	902	1 243	37,8%	1 171	-5,8%	1 268	8,3%	1 277	0,7%	41,6%
Daně a poplatky	102	65	-36,3%	62	-4,6%	91	46,8%	90	-1,1%	-11,8%
Odpisy dlouh. nehmotného a hmotného majetku	11 138	14 068	26,3%	15 734	11,8%	18 280	16,2%	13 556	-25,8%	21,7%
Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	12 237	10 502	-14,2%	6 726	-36,0%	10 983	63,3%	9 884	-10,0%	-19,2%
Tvorba rezerv a časového rozlišení provozních nákladů	-14	0	-100,0%	0	x	0	x	0	x	-100,0%
Ostatní provozní náklady	196	238	21,4%	239	0,4%	2 043	754,8%	2 727	33,5%	1291,3%
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Nákladové úroky	2 853	2 955	3,6%	2 627	-11,1%	2 391	-9,0%	2 396	0,2%	-16,0%
Ostatní finanční náklady	3 989	6 352	59,2%	5 944	-6,4%	4 242	-28,6%	2 463	-41,9%	-38,3%
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	7 105	8 220	15,7%	1 163	-85,9%	2 796	140,4%	10 045	259,3%	41,4%
Mimořádné náklady	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Náklady celkem	214 239	214 121	-0,1%	171 975	-19,7%	196 548	14,3%	196 009	-0,3%	-8,5%

Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

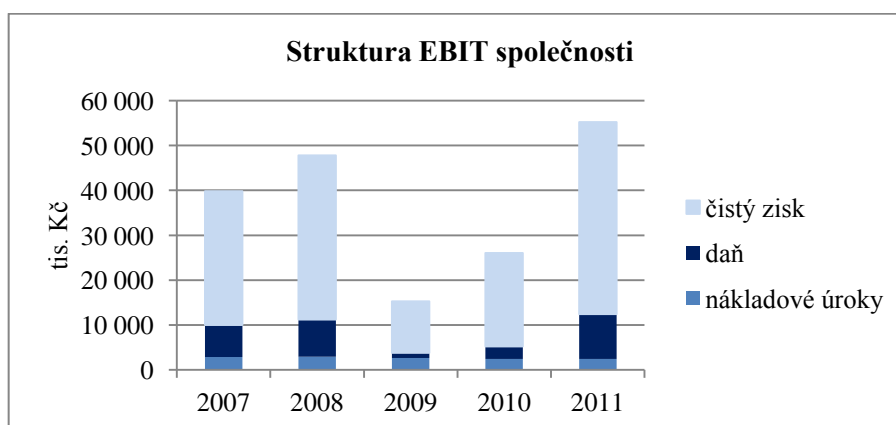
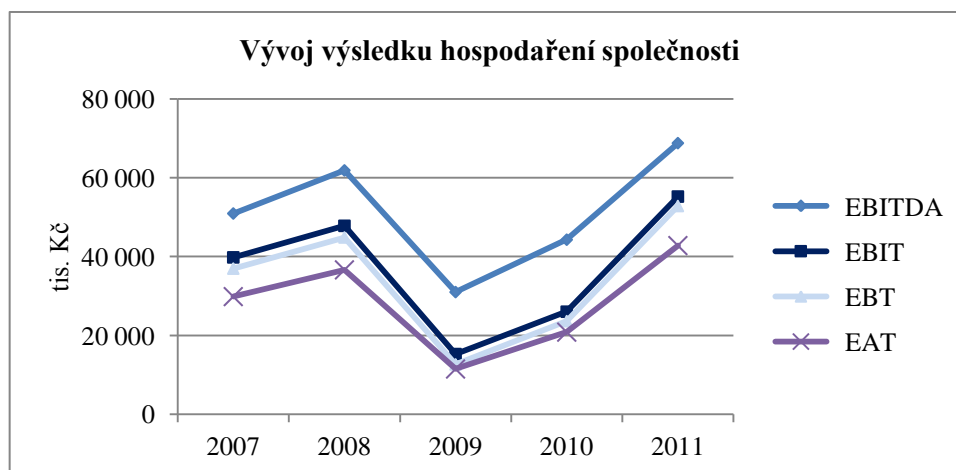
PŘÍLOHA P VIII: POROVNÁNÍ VÝVOJE VYBRANÝCH POLOŽEK VÝNOSŮ A NÁKLADŮ SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.



Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

PŘÍLOHA P IX: ANALÝZA VÝVOJE VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.

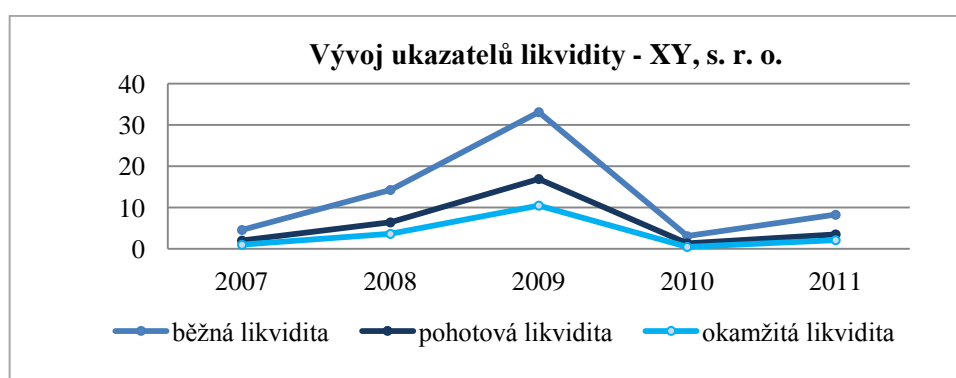
tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011
VH provozní	40 451	41 446	16 692	28 147	55 624
VH finanční	-3 498	3 415	-4 074	-4 532	-2 771
VH mimořádný	7	6	26	15	0
EBITDA	50 950	61 889	31 004	44 301	68 805
EBIT	39 812	47 821	15 270	26 021	55 249
EBT	36 959	44 866	12 643	23 630	52 853
EAT	29 854	36 646	11 480	20 833	42 808



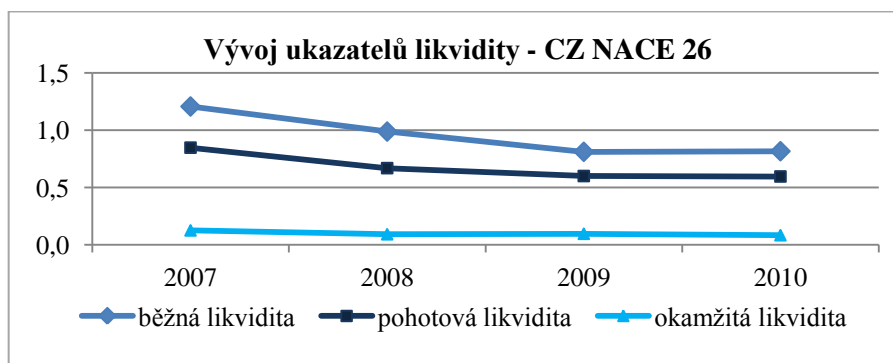
Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011.

PŘÍLOHA P X: VÝSLEDKY ANALÝZY LIKVIDITY SPOLEČNOSTI XY, S. R. O. A POROVNÁNÍ S ODVĚTVÍM.

XY, s. r. o.	2007	2008	2009	2010	2011	doporučené hodnoty
běžná likvidita	4,54	14,23	33,09	3,04	8,23	1,5 - 2,5
pohotová likvidita	1,96	6,38	16,88	1,30	3,47	1 - 1,5
okamžitá likvidita	0,95	3,59	10,45	0,43	2,06	0,2 - 0,5
ČPK/OA	78,0%	93,0%	97,0%	67,1%	87,8%	
ČPK/A	33,9%	42,8%	46,5%	31,8%	46,2%	



CZ NACE 26	2007	2008	2009	2010	doporučené hodnoty
běžná likvidita	1,21	0,99	0,81	0,82	1,5 - 2,5
pohotová likvidita	0,85	0,67	0,60	0,60	1 - 1,5
okamžitá likvidita	0,12	0,09	0,09	0,08	0,2 - 0,5
ČPK/OA	17,2%	-1,2%	-23,2%	-22,5%	
ČPK/A	12,2%	-0,8%	-15,1%	-15,5%	

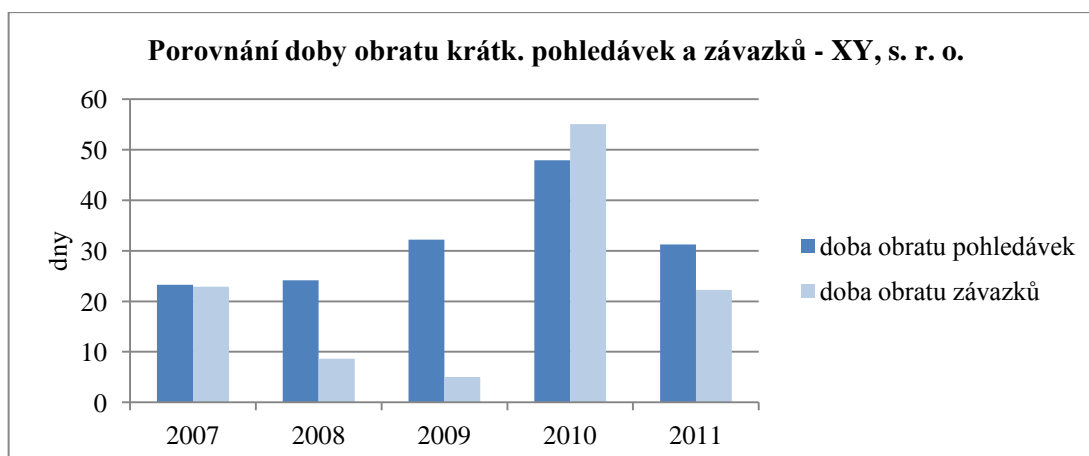


Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011; MPO ČR 2010, 2011.

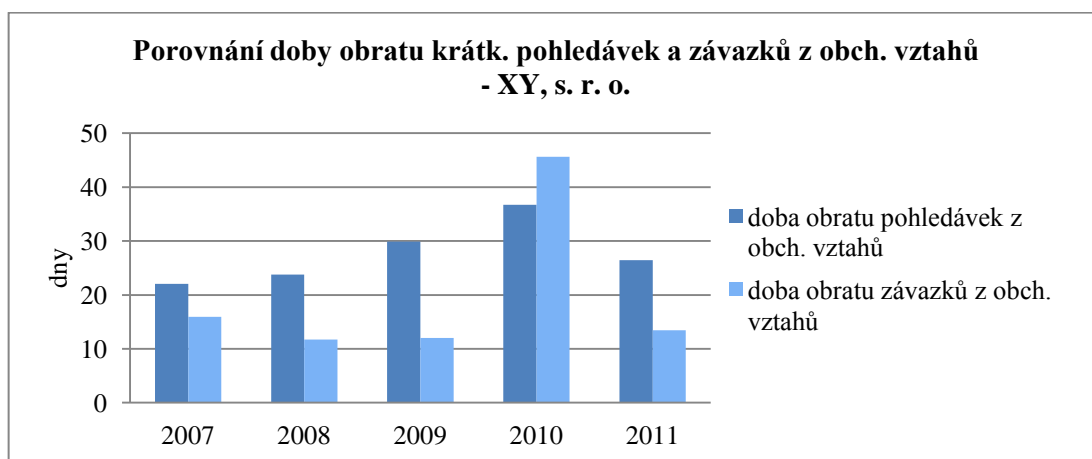
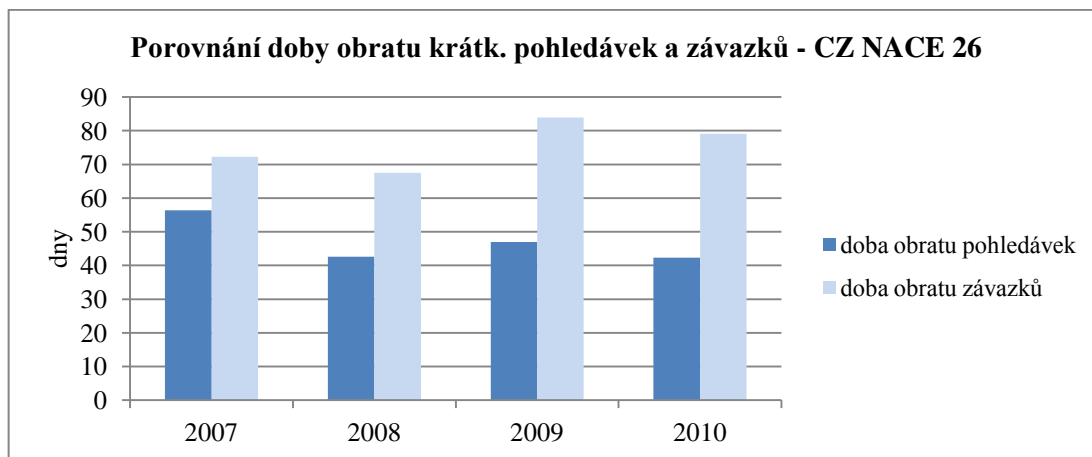
PŘÍLOHA P XI: VÝSLEDKY ANALÝZY AKTIVITY SPOLEČNOSTI XY, S. R. O. A POROVNÁNÍ S ODVĚTVÍM.

<i>XY, s. r. o.</i>	2007	2008	2009	2010	2011
obrat celkových aktiv z tržeb	1,50	1,35	1,04	1,02	1,04
obrat celkových aktiv z výnosů	1,47	1,38	1,05	1,01	1,05
obrat oběžného majetku	3,47	2,92	2,18	2,15	1,97
obrat zásob	6,10	5,29	4,44	3,75	3,40
obrat pohledávek	15,47	14,93	11,18	7,52	11,53
obrat závazků	15,74	41,57	71,97	6,54	16,19
(ve dnech)	2007	2008	2009	2010	2011
doba obratu zásob	59	68	81	96	106
doba obratu pohledávek z obch. vztahů	22	24	30	37	26
doba obratu závazků z obch. vztahů	16	12	12	46	13
doba obratu finančního majetku	22	31	52	24	46
doba obratu pohledávek	23	24	32	48	31
doba obratu závazků	23	9	5	55	22

<i>CZ NACE 26</i>	2007	2008	2009	2010
obrat celkových aktiv z tržeb	2,71	3,20	3,10	3,69
obrat oběžného majetku	3,83	4,94	4,77	5,36
obrat zásob	12,84	15,29	17,77	19,81
obrat pohledávek	6,39	8,45	7,66	8,52
obrat závazků	4,98	5,33	4,29	4,55
(ve dnech)	2007	2008	2009	2010
doba obratu zásob	28	24	20	18
doba obratu pohledávek	56	43	47	42
doba obratu závazků	72	68	84	79
doba obratu finančního majetku	10	7	9	7



Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011; MPO ČR 2010, 2011.

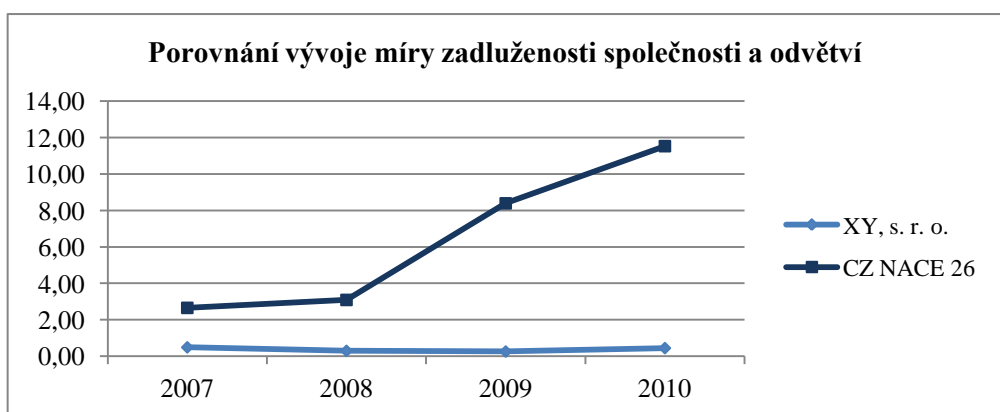


Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011; MPO ČR 2010, 2011.

PŘÍLOHA P XII: VÝSLEDKY ANALÝZY ZADLUŽENOSTI SPOLEČNOSTI XY, S. R. O. A POROVNÁNÍ S ODVĚTVÍM.

<i>XY, s. r. o.</i>	2007	2008	2009	2010	2011
celková zadluženost	32,84%	22,99%	20,57%	30,28%	19,52%
míra zadluženosti	0,49	0,30	0,26	0,45	0,25
dloh. cizí zdroje / cizí zdroje	70,89%	85,92%	92,96%	48,54%	67,23%
krytí dlouh. aktiv vlastním kapitálem	1,21	1,44	1,53	1,29	1,69
krytí dlouh. aktiv dlouh. zdroji	1,63	1,81	1,90	1,57	1,96
úrokové krytí	13,95	16,18	5,81	10,88	23,06

<i>CZ NACE 26</i>	2007	2008	2009	2010
celková zadluženost	71,78%	75,27%	88,18%	90,53%
míra zadluženosti	2,66	3,09	8,39	11,53
dloh. cizí zdroje / cizí zdroje	13,38%	7,59%	4,97%	4,74%
krytí dlouh. aktiv vlastním kapitálem	0,95	0,71	0,31	0,26
krytí dlouh. aktiv dlouh. zdroji	1,29	0,87	0,44	0,40
úrokové krytí	7,55	-3,56	-18,30	-26,41



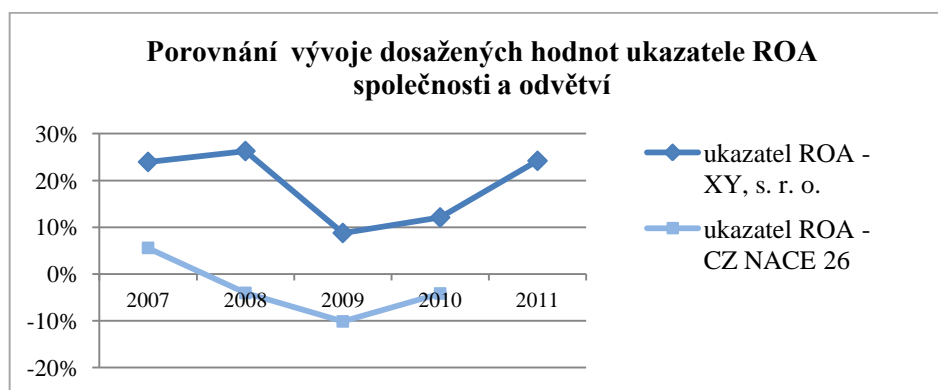
<i>XY, s. r. o.</i>	2007	2008	2009	2010	2011
EBT/EBIT	0,93	0,94	0,83	0,91	0,96
A/VK	1,50	1,30	1,27	1,48	1,26
Multiplikátor VK	1,39	1,22	1,05	1,34	1,21

Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011; MPO ČR 2010, 2011.

PŘÍLOHA P XIII: VÝSLEDKY ANALÝZY RENTABILITY SPOLEČNOSTI XY, S. R. O. A POROVNÁNÍ S ODVĚTVÍM.

<i>CZ NACE 26</i>	2007	2008	2009	2010
rentabilita tržeb - zisková marže	0,71%	-1,94%	-4,02%	-1,35%
rentabilita celkového kapitálu (ROA)	5,57%	-4,05%	-10,14%	-4,18%
rentabilita úplatného kapitálu	15,41%	-12,00%	-45,72%	-27,67%
rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	7,13%	-25,53%	-118,51%	-63,63%

<i>XY, s. r. o.</i>	2007	2008	2009	2010	2011
rentabilita tržeb - zisková marže	11,93%	14,96%	6,32%	9,50%	18,10%
rentabilita výnosů	16,31%	19,07%	8,32%	11,97%	23,13%
rentabilita celkového kapitálu (ROA)	23,94%	26,27%	8,76%	12,08%	24,18%
rentabilita úplatného kapitálu	31,32%	30,98%	10,16%	16,64%	29,02%
rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	26,84%	26,15%	8,33%	14,31%	23,62%



Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011; MPO ČR 2010, 2011.

**PŘÍLOHA P XIV: VÝSLEDKY ANALÝZY DALŠÍCH UKAZATELŮ
SPOLEČNOSTI A POROVNÁNÍ S ODVĚTVÍM A VÝSLEDKY
SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.**

<i>XY, s. r. o.</i>	2007	2008	2009	2010	2011
Přidaná hodnota/ Počet zaměstnanců (tis. Kč na 1 zam.)	650,8	497,7	487,5	487,5	580,3
Tržby/Počet zaměstnanců (tis. Kč na 1 zam.)	2 453,3	2 355,3	1 835,5	1 958,8	2 021,9
Osobní náklady/ Počet zaměstnanců (tis. Kč na 1 zam.)	379,8	396,2	368,7	379,9	414,6
Výkonová spotřeba/Výnosy	56,49%	52,05%	56,14%	52,06%	44,51%
Osobní náklady/Výnosy	15,87%	16,43%	19,89%	19,58%	20,31%
Nákladové úroky/Výnosy	1,17%	1,18%	1,43%	1,10%	1,00%
Přidaná hodnota/Výnosy	27,20%	20,64%	26,31%	25,12%	28,43%
Výkonová spotřeba/Tržby	55,10%	53,28%	56,67%	51,58%	44,93%
Osobní náklady/Tržby	15,48%	16,82%	20,08%	19,40%	20,50%
Nákladové úroky/Tržby	1,14%	1,21%	1,45%	1,09%	1,01%
Přidaná hodnota/Tržby	26,53%	21,13%	26,56%	24,89%	28,70%

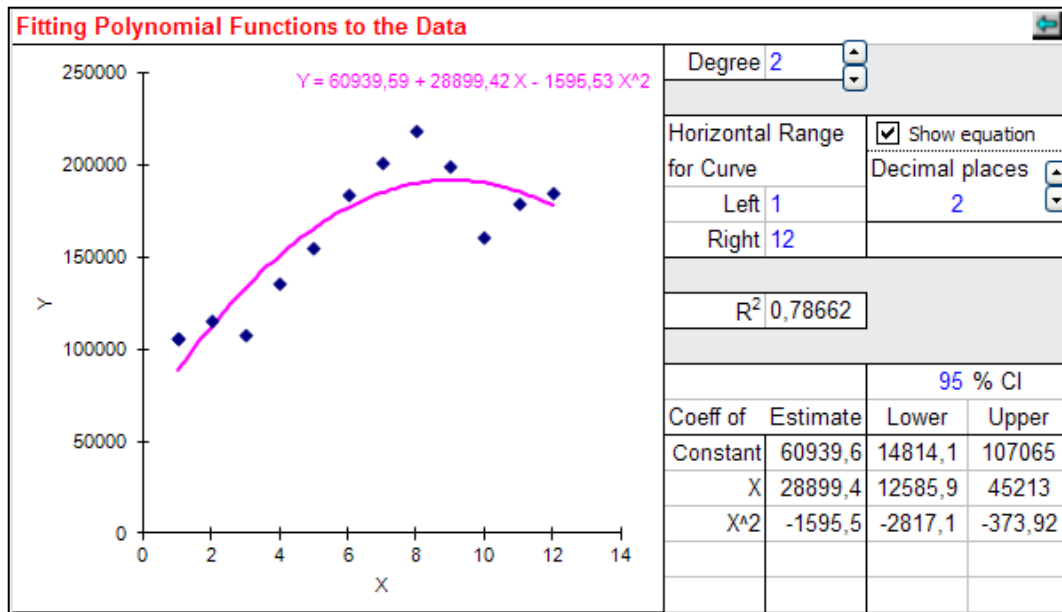
<i>CZ NACE 26</i>	2007	2008	2009	2010
Přidaná hodnota/ Počet zaměstnanců (tis. Kč na 1 zam.)	884,3	561,1	320,6	562,2
Tržby/Počet zaměstnanců (tis. Kč na 1 zam.)	8 734,4	8 055,8	8 814,1	11 793,6
Osobní náklady/ Počet zaměstnanců (tis. Kč na 1 zam.)	396,0	400,3	424,9	439,5
Výkonová spotřeba/Tržby	87,86%	90,57%	94,02%	94,13%
Osobní náklady/Tržby	4,53%	4,97%	4,82%	3,73%
Nákladové úroky/Tržby	0,27%	0,36%	0,18%	0,04%
Přidaná hodnota/Tržby	10,12%	6,97%	3,64%	4,77%

<i>XY, s. r. o.</i>	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva/Cizí kapitál	3,04	4,35	4,86	3,30	5,12
EBIT/Nákladové úroky	13,95	16,18	5,81	10,88	23,06
EBIT/Aktiva	0,24	0,26	0,09	0,12	0,24
Výnosy/Aktiva	1,47	1,38	1,05	1,01	1,05
Oběžná aktiva/Krátk. Cizí kapitál	4,54	14,23	33,09	3,04	8,23
<i>index IN01</i>	2,61	3,81	4,41	1,82	3,50

<i>XY, s. r. o.</i>	2007	2008	2009	2010	2011
0,717 * ČPK/A	0,243	0,307	0,333	0,228	0,331
0,847 * ČZ/A	0,152	0,170	0,056	0,082	0,159
3,107 * EBIT/A	0,744	0,816	0,272	0,375	0,751
0,420 * VK/CZ	0,855	1,406	1,613	0,937	1,707
0,998 * T/A	1,502	1,343	1,040	1,017	1,033
<i>Z-skóre</i>	3,496	4,043	3,315	2,639	3,982

Zdroj: účetní závěrky společnosti XY, s. r. o. z let 2007 - 2011; MPO ČR 2010, 2011.

PŘÍLOHA P XV: VÝSTUPY STATISTICKÝCH VÝPOČTŮ V PROGRAMU XLSTAT



Correlation Analysis

Correlation Coeff	
Correlation	0,869154

Hypothesis Tests for ρ	
H ₀ : $\rho = 0$	
Alternative	
<input checked="" type="radio"/> \neq	<input type="radio"/> $>$ <input type="radio"/> $<$
H ₁ : $\rho \neq 0$	
p-value = 0,000241	

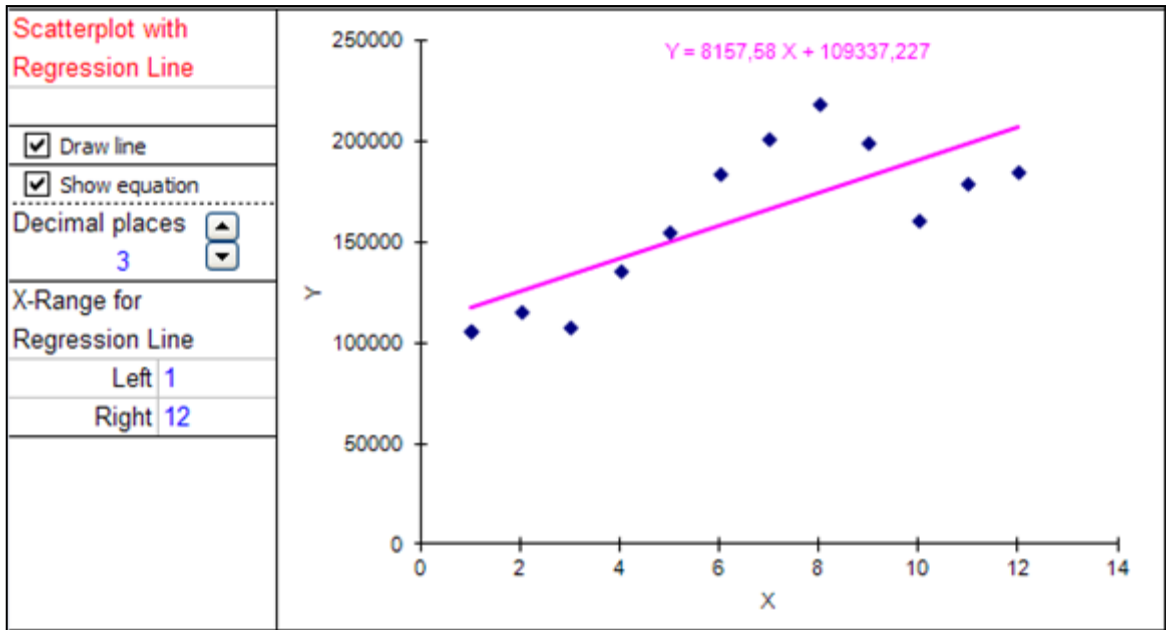
Correlation Analysis

Correlation Coeff	
Correlation	0,761354

Hypothesis Tests for ρ	
H ₀ : $\rho = 0$	
Alternative	
<input checked="" type="radio"/> \neq	<input type="radio"/> $>$ <input type="radio"/> $<$
H ₁ : $\rho \neq 0$	
p-value = 0,004018	

Linear Regression: Analysis associated with a model of the form $Y = mX + c + \text{error}$

Constant Term		Summary		Confidence Ints.		
<input type="checkbox"/> Set constant term = 0				Level 0,95		R ² 0,57966
		Estimate	SE	Lower	Upper	s 26269
		Slope	8157,58	2196,73	3262,97	13052,2
		Constant	109337,2	16167,5	73313,9	145361



Hypothesis Tests

Slope		Constant	
H ₀ : Slope = 0		H ₀ : Const = 0	
Alternative: <input type="radio"/> ≠ <input checked="" type="radio"/> > <input type="radio"/> <		Alternative: <input checked="" type="radio"/> ≠ <input type="radio"/> > <input type="radio"/> <	
H ₁ : Slope > 0		H ₁ : Const ≠ 0	
p-value = 0,002009		p-value = 4,96E-05	

Prediction and Inverse Prediction

Prediction		P.I. for Y		Confidence and Prediction Bands
X	Y	Lower	Upper	
13	215385,8	146657,6	284113,9	<input type="button" value="↔"/>
14	223543,4	152417	294669,7	
15	231700,9	157929,2	305472,7	

Zdroj: vlastní zpracování.

**PŘÍLOHA P XVI: ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A
NENUTNÁ, KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK
HOSPODAŘENÍ.**

	2007	2008	2009	2010	2011
likvidita I. stupně	0,96	3,62	10,58	0,44	2,08
provozně nutná likvidita (max. 0,4)	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
krátkodobé závazky (v tis. Kč)	15 900	5 893	2 525	33 561	14 616
peníze (pokladna + účty) v rozvaze (v tis. Kč)	15 269	21 352	26 712	14 678	30 472
peníze provozně nutné (v tis. Kč)	6 360	2 357	1 010	13 424	5 846
peníze provozně nenutné (v tis. Kč)	8 909	18 995	25 702	1 254	24 626

<i>Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)</i>	2007	2008	2009	2010	2011
dlouh. nehmotný majetek	10 328	12 827	5 431	5 596	3 906
dlouh. hmotný majetek	80 715	83 151	83 572	105 978	102 604
dlouh. finanční majetek	1 055	905	905	805	805
dlouh. majetek provozně nutný	92 098	96 883	89 908	112 379	107 315
+ zásoby	40 995	46 275	40 914	58 533	69 584
+ pohledávky	16 178	16 412	16 254	29 184	20 515
+ provozně nutná výše peněz	6 360	2 357	1 010	13 424	5 846
+ ostatní aktiva	2 117	1 131	602	655	730
- krátk. závazky	15 900	5 893	2 525	33 561	14 616
- ostatní pasiva	459	70	729	4 592	2 648
pracovní kapitál provozně nutný	49 291	60 212	55 526	63 643	79 411
- neúročené dlouhodobé závazky	20 819	20 819	20 819	20 819	20 819
investovaný kapitál provozně nutný	120 570	136 276	124 615	155 203	165 907

<i>Korigovaný provozní VH (v tis. Kč)</i>	2007	2008	2009	2010	2011
provozní VH z výkazu zisku a ztráty	40 451	41 446	16 692	28 147	55 624
vyloučení vybraných V a N	18 925	34 937	14 484	28 854	42 123
korigovaný provozní VH	21 526	6 509	2 208	-707	13 501
korigovaný provozní VH před odpisy	32 658	20 541	17 900	17 522	27 006

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů společnosti XY, s. r. o..

**PŘÍLOHA P XVII: FINANČNÍ ANALÝZA SESTAVENÉHO PLÁNU
SPOLEČNOSTI.**

	2012	2013	2014
likvidita			
okamžitá likvidita	3,89	4,37	5,70
pohotová likvidita	4,75	5,23	6,53
běžná likvidita	7,32	7,66	9,37
ČPK/A	48,00%	50,92%	55,27%
zadluženost a finanční stabilita			
celková zadluženost	19,66%	18,65%	16,63%
úrokové krytí	5,62	6,30	7,06
míra zadlužení	0,25	0,23	0,20
rentabilita			
ROE	4,78%	5,25%	5,70%
rentabilita A z EBIT	5,74%	6,24%	6,80%
rentabilita tržeb z provozního zisku	8,12%	8,89%	10,07%
aktivita			
obrat závazků	10,35	10,05	11,74
obrat zásob	4,02	4,14	4,14
obrat pohledávek	12,07	11,72	14,09

Zdroj: vlastní zpracování.

**PŘÍLOHA P XVIII: ZNÁZORNĚNÍ POSTUPU STANOVENÍ
VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU (FCF) A POSTUPU STANOVENÍ
VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY (FCFE).**

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi – Upravená daň z příjmů
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních + Odpisy + Ostatní náklady zahrnuté v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= předběžný peněžní tok z provozu – investice do upraveného provozně nutného pracovního kapitálu – investice do pořízení dlouhodobého provozně nutného majetku
= volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Mařík et al. (2011, s. 170)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních + Odpisy + Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů – Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného – Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity) – Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít – Splátky úročeného cizího kapitálu + Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE (Free Cash Flow To Equity)

Zdroj: Mařík et al. (2011, s. 205)